ISSN 1897-1245

STUDENCKIE KOŁO NAUKOWE FINANSÓW MIĘDZYNARODOWYCH

STUDENCKI PRZEGLĄD EKONOMICZNO-SPOŁECZNY

kwiecień/maj 2007 (3/4)

Z przyjemnością oddajemy w ręce Państwa kolejny, już czwarty numer *Studenckiego Przeglądu Ekonomiczno-Społecznego*. Na wstępie pragniemy wyrazić głębokie ubolewanie z powodu opóźnienia, z jakim niniejszy numer ukazał się. Spieszymy jednak dodać, że zwłoka opłaciła się, bowiem przyniosła dwie wiadomości, którymi z przyjemnością i dumą możemy się z Państwem podzielić.

Po pierwsze, nasz tytuł pomyślnie przeszedł proces rejestracji w Sądzie, w związku z czym prawa autorskie wszystkich Autorów podlegają także od strony formalnej pełnej ochronie. SKN Finansów Międzynarodowych zaś jest wyłącznym wydawcą tytułu. Po drugie, finalizowane są rozmowy dotyczące regularnego ukazywania się *SPES* drukiem i już teraz możemy zapowiedzieć, że jedynie kwestią czasu jest uzupełnienie naszej oferty o papierową wersję pisma. Jak zwykle w podobnych sytuacjach, na plan pierwszy wysuwa się problem finansowania druku – jako że SKN Finansów Międzynarodowych, będąc organizacją studencką o charakterze społecznym, dysponuje jedynie ograniczonymi środkami, wszelkie materialne akty wsparcia ze strony Czytelników będą jak najmilej widziane i za wszystkie już teraz gorąco z góry dziękujemy.

Uwadze uważnego Czytelnika nie ujdzie zapewne fakt pojawienia się kosmetycznych zmian po stronie graficznej czasopisma. Dążąc do zaspokojenia rosnących oczekiwań Państwa, jak również usiłując bezustannie podnosić jakość wydania oraz komfort czytania, wprowadziliśmy niewielkie korekty z sposobie prezentacji treści. Sam układ pisma, jak również skład działów, nie uległy praktycznie żadnym modyfikacjom, jednakże pragniemy wzmocnić zapowiedzi pojawienia się działu *Rynków finansowych* w przyszłości – na chwilę obecną przechodzimy fazę gromadzenia materiału do druku.

Radością i dumą napawa nas fakt szybkiego rozszerzania się groną Autorów – coraz więcej studentów zagranicznych uczelni zostaje współautorami prac, zaś w opracowaniu są materiały także studentów innych polskich uczelni (tj. spoza Szkoły Głównej Handlowej). Wyrażamy nadzieję, że współpraca z nami okazuje się oraz w dalszym ciągu będzie okazywać się satysfakcjonująca, co będzie prowadzić do stałego wzrostu zainteresowania *SPES* nie tylko Autorów, ale przede wszystkim Czytelników. Jednocześnie zapewniamy, że dokładamy wszelkich starań, by jakość publikacji stała na niezmiennie wysokim poziomie.

Prosząc o dzielenie się z nami wszelkimi krytycznymi uwagami na temat *SPES*, a także o kontakt z Redakcją w przypadku zainteresowania możliwością publikacji lub pomocy w redakcji pisma, zapraszamy do lektury.

Z wyrazami szacunku,

Zespół Redakcyjny

W numerze:

Adam Karbowski*

Trust matters

Abstract

The following paper discusses the thesis that trust and professionalism are the main features of today's business. The aim of the author is to show that trust could be perceived as a benefit at the level of individual rationality. The discussion of importance of trust for today's business is based on the theory developed by Nan Lin and Ronald Burt[1] and is more micro-focused. The justification of professionalism is grounded broader because the author is trying to show that professional pattern is coherent with collective rationality. Professionalism discussed from Coleman's[2] perspective tends to improve social welfare and thus seems to constitute the lacking puzzle in the analysis of paradoxes of collective choice.

The paper is supporting the introductory thesis on the grounds of a simple model and further utilizes some more general implications for business ethics and globalisation.

Bullwhip model

Let me briefly present a very simple model which will facilitate further discussion.

I would like to formalise a broadly discussed problem in industry organization which is called the bullwhip effect[3]. The problem arises in the value-added supply chains (chain of suppliers, manufactures, distributors) which follow pull strategy of operations. This strategy means that the whole chain is adjusting its production to the sales and demand on the market. In comparison, push strategy means that the whole chain is adjusting production to capacities no matter how big the customers' demand is. Theoretically, pull strategy should lead to minimal level of stocks and sound savings in the whole chain. Such savings are much needed from the point of view of social planner, because overloaded stocks bind the capital, lead to inefficiencies and, as a consequence, generate massive externalities which at the end result in the decrease of social welfare. However, in practice, we observe that the firms in the same value added chain do not entrust each other and external enforcements like contracts or agreements cannot alleviate the problem sufficiently. This lack of trust and distortion of actual data leads to unreasonably large variations in orders placed upstream. Small increases of demand should lead to appropriately small increases in suppliers' inventories, but in practice the increases in stocks are much bigger. This is because the individual firms (sellers) apply individual rationality rule in their decisions and in a case of greater demand they are placing orders inappropriately large to the change of demand, just to be insured and have greater flexibility of stocks within easy reach at the expense of supplier.

Let me now introduce a very simple game theoretical model of the problem. For simplicity, suppose that our chain is a very simple one and consists only of two entities, say, a supplier and a seller. Suppose also that the demand on the market cannot decline, it may be stable, increase slightly

* Adam Karbowski – 4th year student of the Warsaw School of Economics and a student of the Warsaw University. His personal interests focus mainly on game theory, decision-making processes, experimental economics and biological psychology. Contact to the Author in the Editor's section.

1 Bołtuć P., Vania N., *Rationality and Moral Choice*, Lecture Notes, UIS.

2 Coleman J.S., *Social capital in the creation of human capital*, "American Journal of Sociology", Vol. 94 (1988), Supplement, pp. 95-120.

3 http://www.quickmba.com/ops/bullwhip-effect. A broadly discussed problem of trust in microeconomics.

or increase sharply. Assume also that prices between seller and supplier are negotiated after the replenishment of stocks by the supplier.
Seller is closer to the market and he observes the demand on the market and then immediately passes the information about the demand to the supplier, so that he can manage and replenish his stocks. The supplier knows the structure of the game but he does not have access to market information (understood as a competitive advantage for seller), so he does not know the exact payoffs of the game in the first period.

The payoffs are known by supplier till the end of the game since the period t+1. Supplier knows that the demand in the given time t can be the same, slightly or sharply bigger than previously, but in the given time t this information belongs only to seller and will be obvious for supplier in the time t+1. Seller from the very beginning can estimate the exact payoffs due to his access to market information.

The seller has consequently two strategies to follow – reveal true information or distort the data and reveal untrue information about the demand (in practice it means that he passes overstated information about the demand so to achieve safety buffer and greater flexibility at the expense of supplier). Supplier, however, may entrust and follow the given information or deviate from the adjusting.

In the first period we have the following game (the structure of game is important, the precise payoffs may be estimated by econometricians on the basis of management accounting data of both entities and normalised in the following matrix):

Table 1. Seller's perspective

		Seller	Seller
		True	Untrue
Supplier	Trust	5,5	3,6
Supplier	Distrust	6,3	4,4 (Nash equilibrium)

Drawing by Adam Karbowski.

Let me briefly explain the payoffs. When the seller observes increase of the demand in the market he may reveal this information to the supplier or give overstated information, so as to induce supplier to bigger warehousing. The supplier can entrust seller and replenish stocks perfectly dependent on given data from seller or replenish stocks in a smaller ratio. In the table supplier can choose between rows, so his payoffs may be either (5,3) or (6,4). The same payoffs apply to seller and he chooses between columns.

Let's analise the first period. In the first period the supplier does not know the exact payoffs, so he cannot estimate the risk or expected loss of being deceived. Therefore he faces the decision under uncertainty.

Hither I am touching the core aspect of this paper. What is in the nature of human beings? When we do not have any previous experience, we do not know the payoffs of our actions, so simply at the pure beginning of social interactions, do we choose cooperative strategy aiming at the best solution for everybody or do we apply non-cooperative one?

In my opinion it is not rational to think non-cooperatively from scratch, from the very beginning of social life, because we automatically resign from achieving the best outcomes ever. Seminal psychological research papers about multi-period prisoner's dilemma incline to conclude that the decisive majority of people begin the game (1st period) with cooperative behaviour. Obviously,

in the dynamic nature of the game they can modify their behavioural patterns. But still, we begin with trust, which seems to be rational[4].

In our bullwhip[5] model we have, however, the unequal access to information. Seller knows the exact payoffs so he is at an advantage. From the point of view of individual rationality it is reasonable to play then non-cooperative strategy because it is the first and the last chance in the whole dynamic game to achieve gains equal to 6 (supplier plays cooperative strategy under uncertainty as a beginning of his social interactions). Such a strategy for a seller is even more probable in the environments with thin social capital and without closure[6]. Under such circumstances it may be rational to engage in free-riding strategy at the expense of supplier, because seller is not bound to cooperate with supplier through the whole game, therefore the possibility of punishment seems to be very low.

In the dynamic further scenario of the game we have to assume that the outcomes in the next periods will vary and skip between (6,3), (3,6) and (4,4). The best solution (5,5) is extremely hard to achieve because of the depreciation of the social capital in the beginning of the game and resulting lack of trustworthiness. The coordination defect emerges.

Let me draw your attention to the morphogenesis of the payoffs. When both partners follow the cooperative strategy, they perfectly capture the whole surplus from a boost in demand so there are payoffs without any externality (5,5). When supplier trusts and the seller deceives, we arrive at (3,6), because the supplier believes in overstated information and produces overcapacities in the stock. Then he has a worse negotiating position and in order to get rid of excess stocks he will probably accept a lower price offered by seller. The gains of the seller will be highest because he reduces costs of delivery. When supplier does not trust and the seller does not deceive (he does not increase stocks or in a case of huge increase in market demand, increases stocks only slightly) we have a very strong negotiating position of the supplier and a weak position of the seller who cannot satisfy the growing demand. Therefore the highest gains go to the supplier – 6.

In the Nash equilibrium we achieve the best responses of players from the individual rationality perspective, but the outcome is not the best possible to achieve. They capture the whole emerging surplus imperfectly. Compare with the following graph.

Figure 1. The bullwhip curve



Drawing by Adam Karbowski.

Remark: On the horizontal axis there is time, on the vertical axis: size of inventories. In case of perfect trust without distortion of information in the information channel we should have linear curve instead of bullwhip one. The bullwhip curve has the biggest slope in the first period when supplier trusts and increases stocks enormously. Then we have smaller slopes connected with social

[4] Compare papers by Axelrod.
[5] The name is taken from the shape of the function of variability of stocks and time in the supply chain. The shape of the function looks like a whip.
[6] Coleman J.S., *op. cit.*

capital depreciation. The area over the linear function may be integrated and we may so estimate the size of externality and loss in social welfare resulting from lack of trustworthiness.

The message is that access is extremely beneficial for the individual who gained it. However, from the collective perspective we may say that access due to its unequal distribution in social networks may produce incentives to weaken trustworthiness in the socio-economic system and as a consequence produce negative externalities for the creation of social capital. The probability of this scenario is definitely greater in modern societies without closure and existence of structural holes which alleviate the risk of being punished. This conclusion, however, does not apply to integrated or closed networks where there is no possibility to exit.

Here the importance of professionalism arises. Professionalism may act as a closure, focal point which can coordinate game on the Pareto-optimal equilibrium. The rationale behind the concept is following: professional conduct of the firm increases firm's reputation which leads to better recognition, credibility and predictability on the market. This results in higher corporate valuation and long-run market sustainability of the firm.

Creation of such reputation is accompanied by professional and ethical conduct. In the long-run, it is not beneficial for the firm to distort information and engage in unethical behaviour in the value channel in order to get short-run profits, but undercut possibilities of greater future profits. As we can see, professional conduct may solve paradoxes of collective choice, because there is no contradiction between self-interest of the firm and interest of the social planner. First-period contradiction presented in the model is eliminated by the ethical long-run thinking and growth of professionalism in the social system.

Extensions

Hither we face the possibility for further research by application of bridging social capital and answering whether transfer of professional conduct in the more and more complex world may enhance socio-economic potential globally, lead to better resource allocation, alleviate externalities and induce development in Less Developed Countries.

References

1. Axelrod R., Evolution of strategies in the Iterated Prisoner's Dilemma, Working Paper 2001;
2. Axelrod R., Hammond R., Evolution of contingent altruism when cooperation is expensive, "Theoretical Population Biology", Vol. 69 (2006), pp. 333 – 338;
3. Coleman J.S., Social capital in the creation of human capital, "American Journal of Sociology", Vol. 94 (1988), Supplement, pp. 95-120;
4. Kreps D., A Course in Microeconomic Theory, MIT Press, 1990;

Marcin Szklarzewicz*
Stanisław Urmański**

Wzrost rezerw azjatyckich banków centralnych

Wstęp

W ciągu dziesięciu ostatnich lat rezerwy banków centralnych krajów Azji Południowo-Wschodniej znacząco wzrosły. O ile w 1996 roku wynosiły one niewiele ponad 300 miliardów SDR, to w 2006 roku wynosiły już 1,4 biliona SDR-ów. Oznacza to ponad trzykrotny wzrost rezerw. W tym czasie udział azjatyckich rezerw w rezerwach ogółem wzrósł z poniżej 30% do prawie 45%.

Co jest powodem takiego stanu rzeczy? Jak można wyjaśnić to zjawisko, biorąc pod uwagę, że utrzymywanie wysokich rezerw jest kosztowne? Papiery, w które są one lokowane (m.in. amerykańskie papiery skarbowe) przynoszą znacznie mniejszy dochód niż zwrot z inwestycji w Azji Południowo-Wschodniej. Jest kilka teorii objaśniających ten fenomen.

Trzy podstawowe z nich umieścił w swojej pracy Sik Kim[1] i są to według niego:

1. teoria "merkantylistyczna": państwa Azji Południowo-Wschodniej akumulują rezerwy, by być w stanie utrzymywać zaniżone kursy swoich walut i tym samym pobudzać eksport;
2. teoria "wygładzeniowa": zwiększona akumulacja rezerw umożliwia interwencję walutową w celu wygładzenia kursów (ta teoria jest silnie związana z trzecią, obie bowiem tłumaczą wzrost rezerw chęcią stabilizacji gospodarki; teoria to nie była rozwijana w badaniach naukowych);
3. teoria rezerw ostrożnościowych: banki centralne gromadzą zwiększone rezerwy, by uniknąć kryzysu podobnego do tego z 1997 roku i powstrzymać odpływ kapitału (zwiększone rezerwy pełnią funkcję ubezpieczeniową – ponosimy koszt ich utrzymywania, ale redukujemy ryzyko kolejnego kryzysu, oznaczającego spowolnienie lub nawet gospodarczy regres).

Akumulując rezerwy wygładzamy konsumpcję społeczeństwa w czasie. Zwiększone rezerwy pozytywnie wpływają na wiarygodność danego rynku z punktu widzenia inwestorów. Ciekawy argument za zwiększeniem rezerw wysuwa Aizenman i Marion[2] – mogą być one traktowane jako tańszy sposób zwiększenia wpływów do budżetu (poprzez poszerzenie podstawy opodatkowania) niż nakładanie nowych podatków.

Pierwszą teorię rozwijają m.in. Dooley, Folkerts-Landau i Garber[3] argumentując, że azjatyckie gospodarki potrzebują zwiększonych rezerw, by utrzymywać kurs swoich walut na zaniżonym względem dolara poziomie. Motywem ich działania jest według autorów chęć przyspieszenia wzrostu gospodarczego dzięki eksportowi. Aizenmann i Marion w swojej pracy skupiają się

* Marcin Szklarzewicz – student IV roku Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Zainteresowania naukowe koncentrują się wokół zagadnień związanych z finansami niędzynarodowymi oraz makromodelowaniem. Kontakt do Autora w Stopce redakcyjnej.
** Stanisław Urmański – student IV roku Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Zainteresowania naukowe koncentrują się wokół zagadnień związanych z finansami niędzynarodowymi. Kontakt do Autora w Stopce redakcyjnej.

[1] Jung Sik Kim, International Reserve Management in Asia, 2004.
[2] Aizenman J., Marion N., The High Demand For International Reserves In The Far East: What's Going On?, NBER Working Papers, Working Paper 9266 (2002).
[3] Dooley M.P., Folkerts-Landau D., Garber P., The Revised Bretton Woods System, "International Journal of Finance and Economics", vol. 9, 4.10.2004, ss. 307-313.

na problemie rezerw oszczędnościowych. Także autorom niniejszej pracy ta właśnie teoria wydaje się najbardziej przekonywająca.

Celem niniejszej pracy jest empiryczna analiza modelu opartego na modelu Aizenmanna i Marion. W części drugiej pracy przedstawiamy model, który będziemy testować, w trzeciej zaś przedstawiamy wyniki estymacji modelu, na podstawie których w czwartej części przedstawiamy wyciągnięte wnioski.

Prezentacja modelu

W zbudowanym przez Autorów modelu, opartym na modelu opracowanym przez Aizenmana i Marion, zmienną objaśniającą jest wielkość rezerw *per capita*, urealniona deflatorem PKB Stanów Zjednoczonych. Zmiennymi objaśniającymi są zmienne określające zamożność danego kraju (realny PKB *per capita*), otwartość gospodarki (import *f.o.b.*/PKB nominalny) a także zmienność międzynarodowych transakcji – zmienność eksportu i zmienność kursu walutowego. Pierwsza z tych zmiennych obliczana jest jako odchylenie standardowe zmian eksportu nominalnego z ostatnich 6 lat, a druga jako odchylenie standardowe zmian kursu walutowego z ostatnich 24 miesięcy.

W modelu opracowanym przez Aizenmana i Marion zmienną objaśnianą są rezerwy ogółem podzielone przez deflator PKB Stanów Zjednoczonych, a liczba ludności dołączona jest jako kolejna zmienna objaśniająca. W odróżnieniu od Aizenmana i Marion, postanowiliśmy usunąć ze zbioru zmiennych objaśniających populację, a jako zmienną objaśniana użyć rezerwy *per capita*. W ten sposób omijamy problem wpływu wielkości gospodarki na ilość gromadzonych rezerw. Jest to model logarytmiczny, ze stałymi efektami, tzn. dla każdego kraju wyestymowaliśmy inny wyraz wolny – dzięki temu model wyłapuje czynniki specyficzne dla danego kraju. W modelu wykorzystaliśmy uogólnioną metodę największych kwadratów z użyciem wag proporcjonalnych do odwrotności wariancji dla danego kraju (w celu rozwiązania problemu heteroskedastyczności).

Spodziewane znaki przy odpowiednich zmiennych podajemy za Aizenmanem i Marion. Rezerwy powinny wzrastać wraz ze wzrostem bogactwa danego kraju – spodziewamy się więc znaku dodatniego. Krańcowa skłonność do importu – będąca miernikiem otwartości gospodarki i tym samym wrażliwości na kryzysy finansowe, również jest czynnikiem, którego wzrost powodowałby konieczność utrzymania większych rezerw – także więc spodziewamy się znaku dodatniego. Bardzo ważną funkcją rezerw jest wygładzanie eksportu – stąd spodziewamy się pozytywnej korelacji, a tym samym dodatniego znaku, między rezerwami a zmiennością eksportu. Jedyną zmienną objaśniającą, w przypadku której spodziewany jest negatywny znak, jest zmienność kursu walutowego, co pokazuje czy dany bank centralny stosuje płynny, sztywny czy pośredni wariant kursu walutowego. Oczywiście najmniejsza zmienność – sztywny kurs – jest możliwa jedynie przy bardzo wysokiej akumulacji rezerw.

Estymacja modelu

Estymację modelu przeprowadziliśmy na próbie 57 krajów rozwijających się; z tego czterech, na które bezpośredni wpływ miał kryzys azjatycki (Indonezja, Malezja, Filipiny, Tajlandia). Wybrana próba miała na celu odzwierciedlenie relacji czynników fundamentalnych, kształtujących wysokość rezerw. Pod uwagę wzieliśmy okres 1983-1996, tak by można było dokonać predykcji na okres pokryzysowy i porównać ją z rzeczywistymi wartościami zakumulowanych rezerw w państwach objętych kryzysem. Zgodnie z przewidywaniami, oszacowanie przy zmiennej PKB *per capita* ma znak dodatni i jest to zmienna istotna statystycznie, podobnie jak zmienna krańcowej skłonności do importu, obrazująca otwartość gospodarki. Zgodnie z przewidywaniami, ujemny znak ma oszacowanie przy zmiennej obrazującej zmienność kursu walutowego: także ona jest istotna statystycznie. Oszacowanie parametru przy zmienności eksportu ma także dodatni znak i jest to zmienna istotna przy 5% poziomu ufności. Te 4 zmienne, z zastosowaniem zmiennych

efektów, oddają odpowiednio 95% i 87% zmienności zmiennej objaśnianej przy zastosowaniu odpowiednio ważonych i nieważonych statystyk. Załącznik 1 pokazuje wyniki modelu.

Zgodnie z przewidywaniami, model niedoszacowuje wielkości rezerw dla państw objętych kryzysem. Dla Filipin i Tajlandii niedoszacowanie występuje już w 1997 roku, w Indonezji pojawia się ono z opóźnieniem, począwszy od 1999 roku. Wyjątkiem jest tutaj Malezja, która jako jedyna z krajów kryzysowych przyjęła sztywny kurs walutowy – przez co model prognozował wyższe rezerwy w związku z praktycznie niewystępującymi wahaniami kursu.

Wnioski

Przeprowadzone badanie pokazuje, że zmienne mające istotny wpływ na wielkość rezerw w krajach rozwijających się i dobrze sprawdzające się w okresie poprzedzającym kryzys, nie tłumaczą wzrostu rezerw w Azji Południowo-Wschodniej po kryzysie 1997 roku. Jest to więc przesłanka za tym, że banki centralne gromadzą rezerwę ostrożnościową. Kolejnym badaniem przemawiającym za teorią rezerw ostrożnościowych mogłoby być szukanie zależności pomiędzy głębokością kryzysu w poszczególnych państwach (mierzonego jako odchylenie PKB realnego od potencjalnego) a wielkością przyrostu rezerw po kryzysie.

Oddzielną kwestią jest zachowanie banku centralnego Chin. W tym przypadku przyrost rezerw w okresie od 1996 do 2005 roku wyniósł ponad 650%. Argumentując za "The Economist", ze względu na wysoką samowystarczalność tej gospodarki i oparcie jej rozwoju na eksporcie, decydujące znaczenie może mieć chęć pobudzenia eksportu.

Załącznik 1

Opis Modelu i wyniki estymacji

Zmienne:

- Rezerwy / (Deflator PKB USA * Liczba ludności) (y)
- Import *f.o.b.* / PKB nominalny (imp)
- PKB *per capita* realny (gdp)
- Zmienność eksportu dóbr i usług (exp)
- Zmienność kursu walutowego (exc)

Wyniki estymacji:

Dependent Variable: Y?
Method: GLS (Cross Section Weights)
Date: 03/18/07 Time: 12:43
Sample: 1983 1996
Included observations: 14
Number of cross-sections used: 57
Total panel (balanced) observations: 798
One-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IMP?	0.293057	0.057459	5.100267	0.0000
GDP?	1.779379	0.106421	16.72011	0.0000
EXP?	0.096669	0.040088	2.411442	0.0161
EXC?	-0.073621	0.023120	-3.184253	0.0015

Weighted Statistics			
R-squared	0.951763	Mean dependent var	0.479290
Adjusted R-squared	0.947835	S.D. dependent var	3.028797
S.E. of regression	0.691764	Sum squared resid	352.6819
F-statistic	4847.193	Durbin-Watson stat	0.810206
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.874040	Mean dependent var	-0.237819
Adjusted R-squared	0.863785	S.D. dependent var	1.931247
S.E. of regression	0.712771	Sum squared resid	374.4275
Durbin-Watson stat	0.730972		

(obliczenia wykonano w pakiecie Eviews)

Bibliografia:

1. *A topsy-turvy world*, “The Economist”, 16.09.2006, ss. 28-30;
2. Aizenman J., Marion N., *The High Demand For International Reserves In The Far East: What's Going On?*, NBER Working Papers, Working Paper 9266 (2002);
3. Dooley M.P., Folkerts-Landau D., Garber P., *The Revised Bretton Woods System*, “International Journal of Finance and Economics”, vol. 9, 4.10.2004, ss. 307-313;
4. Hernandez L., Montiel P.J., *Post-Crisis Exchange Rate Policy In Five Asian Countries*;
5. Jung Sik Kim, *International Reserve Management in Asia*, 2004;

Kamila Pieczara*

The Kaleidoscope of Emerging Markets

As the stars of China and India lose their allure, investors should start to look elsewhere. Brazil and Russia have already entered into the limelight, but there are more would-be global players waiting for their debut.

Is globalisation really global?

Globalisation is a manyfold phenomenon, and here only its economic aspect will be discussed. It can be defined as a closer integration of national economies, which is taking place thanks to plummeting costs of transportation and communication, as well as dismantling barriers to flows of goods, services, capital, and people[1].

In his recent best-selling book *The World Is Flat*[2], Thomas Friedman, a columnist at "The New York Times", contends that globalisation has *flattened* the world. In this new flat world, as he says, modern technology has enabled Indians and Chinese to compete with Americans, Europeans or Japanese in every area of economic activity. Thus, it is a call-center operator in India that helps an American to book a flight. While Indian call centers have already become commonplace in debates on the far-reaching consequences of globalisation, the story does not stop here. Today not only individuals from America or Europe can gain access to the benefits of the globalising world. More and more people from remote corners of the flattened world have managed to *plug into* globalisation processes. Ultimately, Friedman comes to a conclusion that in the future Chinese and Indians will take jobs away from their Western counterparts.

A trade economist would conclude that comparative advantages have disappeared. This notion seems plausible as wages in East Asia are incomparably lower than in the developed world. Yet, the cost of labour is not the prevailing factor, as Jagdish Bhagwati, a top trade economist, argues in his recent article[3]. The mere fact that there is a plethora of East Asian engineers entering the labour market every year does not mean that all of them could replace Americans in their jobs. He introduces a concept of *kaleidoscopic comparative advantage*, which means sharp competition coming not only from India and China, but actually from any country. As a result, comparative advantages have become volatile, changing like a kaleidoscope – it means that neither China nor India should indulge in self-congratulatory attitudes, because others are more than willing to repeat their success.

Yet, no matter if the world is *flattened* by progress in technology or still *rounded* by comparative advantages, globalisation is not as global as it seems. First, it is the economic factor that prevails over politics or culture. Thus, business plans and profit margins dictate which parts of the world should fully participate in globalisation. China and India are attractive for investors not merely because of the size of their populations, but because this remarkable size is coupled with the rapidly growing purchasing power. A similar success story is expected for Brazil and Russia, thus the concept of BRICs (B for Brazil, R for Russia, I for India, and C for China)[4], an acronym introduced by *Goldman Sachs* in 2003. Since the two Asian giants are not freshmen anymore on the scene of global economy, future opportunities must await elsewhere. Undoubtedly, other

---

* Kamila Pieczara – 4th year student at the Warsaw School of Economics. Her personal interests focus on international trade and economics of growth. Contact to the Author in the Editor's section.

1 Such a definition of globalisation can be found in: Stiglitz J., *Globalization and Its Discontents*, London 2002, p. 9.

2 Friedman T., *The World Is Flat*, London 2006.

3 Bhagwati J., *Why the Critics of Globalization Are Mistaken*, "De Economist", no. 1/2007, p. 15.

4 *Land of Promise: A Special Report on Brazil*, "The Economist", April 14 (2007), p. 3.

distant places beyond the Asian continent will start to follow the leaders. The question is not "if" but "when" Africa or Latin America will hit the headlines of economic journals. The objective is not to observe the shifting powers, but to appreciate these ambitions of the emerging world before others realise the missed chance.

Discovering the undiscovered

If someone wants to start business in one of the two Asian giants today, one must certainly seek deeper. Although selling a Mercedes to a group of potential customers outnumbering the combined populations of Europe, the U.S. and Japan may seem alluring, the market for luxury goods in the emerging world will stay limited in the nearest future. Instead of waiting for the developing purses to adapt to the Western model of consumption, it is wiser to harness the potential that has emerged to the surface so far. The common misconception is that the poor are too poor to buy. In fact, no customer is too poor: there are only bad business strategies. For example, has anybody estimated the potential market for single-use shampoo sachets in India? Such an alternative approach to market segmentation is advocated by James Abraham from *The Boston Consulting Group*, New Delhi office. To sum up, a breakthrough in the Western mentality of doing business is badly needed.

Go east or south?

Over the last years, investors have been looking with hope also in the direction of Brazil and Russia. While the first opens the door to the still underscored Latin America, the latter is feared more than welcomed. What both of them possess are precious and desired resources. Russia openly deploys gas and oil to enhance its bargaining power in foreign relations, and Brazil is a keen exporter of ethanol, a controversial green fuel. In light of the Chinese hunger for raw materials, the bargaining power of the countries which possess them goes steep uphill.

Still, both Brazil and Russia are still rather in the shadow of the two Asian heavyweights, and it is questionable whether they will manage to implement the most essential institutional reforms in the nearest future. Development economists stress the importance of "deep determinants of economic development" for a country's performance[5]. While East Asia is the epitome of consistent economic policies and integration with the global economy, Brazil and Russia lag behind. Moreover, culture and history play a significant role in shaping development policies: another argument that casts doubt on the concept of *flat world*. Here, disciplined East Asia is better endowed than turbulent Latin America, riddled with populist short-sighed approach to development. There are exceptions, with Chile as a classic example, but a general view is far from promising, and it seems that Brazil and Russia are the laggards among the BRICs. Thus, in the foreseeable future, the shift of powers will continue southeast, to the advantage of India and China. However, in a kaleidoscopic world of fierce competition, the future is not as foreseeable as it used to be.

Forgotten continent

What about Africa? The fact is that it is not high on the agenda of investors. Surprisingly enough, China appears to realise the yet undiscovered opportunities that this forgotten continent will undoubtedly offer in the future. The question is how unforeseeable this future may be. Similarly, a few decades ago only the prophets placed bets on China or India. Today, the risk of "going Africa" is considered insurmountable. However, in November 2006 more than forty top politicians from Africa came to Beijing for a summit on trade and investment. The Western world, on the other hand, is apparently still too busy with accommodating its companies in one of the BRICs.

---

[5] Elson A., *What Happened? Why East Asia Surged Ahead of Latin America and Some Lessons for Economic Policy,* "Finance & Development", June 2006, p. 37.

Winners don't drag their heels

Evidently, something has already begun to shift. In 2005, *Goldman Sachs* updated the list of the most promising emerging economies, and the hype around the Next Eleven began. This group embraces even two African countries – Egypt and Nigeria. Also, the term CHIMEA, where "A" stands for Africa, somewhat acknowledges the aspirations of the continent[6]. But in this case, last may mean least indeed, and Africa is seen as nothing more than a provider of resources for the rest of the world. When the wind of change finally blows and the BRICs lose their glamour, the investors will look elsewhere. Yet, then it will be too late to be the first. To be the winner of tomorrow, it is necessary to take risks today. In the kaleidoscopic reality of the global economy threats may turn into opportunities overnight.

References

1. *A Survey of the World Economy*, "The Economist", September 16 (2006);
2. Bhagwati J., *Why the Critics of Globalization Are Mistaken*, "De Economist", no. 1/2007;
3. Elson A., *What Happened? Why East Asia Surged Ahead of Latin America and Some Lessons for Economic Policy*, "Finance & Development", June 2006;
4. Friedman T., *The World Is Flat*, London 2006;
5. *Land of Promise: A Special Report on Brazil*, "The Economist", April 14 (2007);
6. Naim N., *The Lost Continent*, "Foreign Policy", November/December 2006;
7. Stiglitz J., *Globalization and Its Discontents*, London 2002;
8. Vinod T., *From Inside Brazil: Development in a Land of Contrasts*, Washington D.C. 2006;

[6] CHIMEA is a strategic configuration of Chinese manufacturing, Indian technology, Middle Eastern capital, and finally: African natural resources. This concept was discussed by P. A. Laudicina (Chairman of the Board, *A. T. Kearney*) during the 11th World Business Dialogue in Cologne, Germany (March 2007).

Shreya Kamath*
Inna Kulheyko
Ivan Kuvík
Przemysław Niziołek**

A Historic and Strategic Overview of South Korea's Champion Chaebol: Samsung Electronics

Introduction

This paper explores the macroeconomic development and history of South Korea so as to put the rise and growth of its largest and most successful *chaebol*, Samsung, into the appropriate socio-political and business context. A SWOT analysis of Samsung Electronics highlights key competencies, potential challenges and possible opportunities that the company can exploit to further increase its market share. The emerging markets of China and India, with their fast-paced economic growth and burgeoning middle-class, represent an unprecedented opportunity for Samsung for expansion and further capturing significant market share due to factors indicated in their PESTEL analysis. We further investigate the overall strategies implemented by Samsung with respect to manufacturing and marketing, and focus on two product classes for which we believe there would be a high demand in the Chinese and Indian consumer and corporate market: handsets and digital media. Through these different levels of analysis, we want to answer the central question: are the current capabilities and strategies of Samsung Electronics sufficient and relevant to facilitate its continued expansion in the growing Chinese and Indian market? We conclude with an overall evaluation of Samsung Electronics' compatible competencies with respect to these two markets and suggested strategies for further augmenting their market share in China and India.

Overview of South Korea

In the short span of approximately sixty years, South Korea's rapid economic growth and expansion has transformed it from a small, primarily agrarian economy that was exploited extensively during the Japanese Occupation[1] to the tenth largest economy in the world[2]. Careful macroeconomic management and successful deployment of foreign aid provided by the United States[3] has facilitated this development despite being ravaged by the Korean War in the 1950s and the lack of natural resources[4]. Faced with the cooling-down phase as a natural consequence of a maturing economy, South Korea is shifting its focus from industrialisation to becoming a knowledge-based economy. The preeminence of the service sector as well as the availability of a highly educated workforce[5] and capital from export surpluses for foreign direct investments have rendered it in a favourable position to make this transition.

---

* Shreya Kamath, Inna Kulheyko and Ivan Kuvik declined the proposal to place their e-mail addresses in "SPES".
** Przemysław Niziołek – 4th year student at the Warsaw School of Economics. His personal interests focus on corporate banking and political business environment. Contact to the Author in the Editor's section.

1 Kim K.S., Joon-Kyung K., *Korean Economic Development: An Overview. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, pp. 6.
2 www.worldbank.org/kr.
3 Nam Sang-Woo, Jun-Il Kim, *Macroeconomic Policies and Evolution. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, p. 148.
4 *Ibidem*, p. 147.
5 Pierce S.C., *Population, Growth, Programs and Policies. Korea*, London 1979, pp. 124.

Macroeconomic History

The rapid industrialisation trajectory in the 1960s led to the development of labour-intensive manufacturing industries by attracting foreign capital flows into South Korea, and these industries vied for competitive advantage on a global scale so as to facilitate export-led growth[6]. However, when faced with increasing competition from other emerging economies in the 1970s such as Taiwan and increased protectionism, the government decided to focus investments on developing capital-intensive industries that produced high value-added goods. Despite instability caused by the oil price shock, the government was able to implement appropriate conservative fiscal and monetary policies that stabilised this transition[7].

The strategy of import substitution combined with export-led expansion[8] to create national champions was similar to the Japanese protectionism growth model, however, a key difference is the earlier withdrawal of government intervention in the economy to subject it to competitive pressure. The 1980s represented the *belle epoque* era of the South Korean economy marked by low inflation, increasing wages and high growth rates augmented by increasing domestic demand[9]. This impetus towards liberalisation gained greater momentum in the 1990s, and although the South Korean economy was badly hit during the Asian financial crisis, stringent macroeconomic reform has helped it recover almost completely. It has also managed to repay the structural adjustment loans in full to the International Monetary Fund[10]. The new millenium has witnessed South Korean firms whole-heartedly embracing the wave of globalisation by encouraging constant innovation and targeting markets worldwide.

The rise and evolution of *chaebols*

The emergence of the *chaebols* (powerful business conglomerates that comprise of a group of family-controlled specialised companies with a connected management network)[11] can be traced back to the 1950s, when they received several credit concessions and favours in return for political support of the Syngman Rhee regime. The economic reforms pushed by Park Chung Hee in the 1960s led to direct government control of institutional credit, which further augmented the growth potential of these *chaebols* due to preferential financing by the government[12]. Being key players in the export-led growth of the South Korean economy, these *chaebols* also employ a large section of the local population, provide their workers with better working conditions compared to their smaller counterparts and contribute significantly to the financial stability of the South Korean economy[13]. During the Asian Financial crisis, they encountered extensive financial restructuring as part of the reforms involved in the *Structural Adjustment Program* which included decentralised management and concentrating on core competencies instead of having a finger in every pie.

[6] Soon Cho, *Economic Plans and Industrialization. Economic Development and Social Change in Korea*, Frankfurt 1980, pp. 44-47.
[7] *Ibidem*, p. 51.
[8] Nam Sang-Woo, Jun-Il Kim, *Macroeconomic Policies and Evolution. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, p. 152.
[9] Krueger A.O., *Korean Industry and Trade over Fifty Years. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, pp. 322-326.
[10] http://www.imf.org, accessed on 11.11.2006.
[11] Steers R.M., *Made in Korea*, New York 1999, p. 57.
[12] Kim K.S., Joon-Kyung K., *Korean Economic Development: An Overview. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, pp. 45.
[13] Steers R.M., *Made in Korea*, New York 1999, pp. 58-62.

The Samsung story

Currently, the largest *chaebol* in South Korea is Samsung[14], which was founded by Lee Byung-Chul in 1938, and is a classical example of diverse business pursuits controlled by a single family; with subsidiaries involved in sugar production, insurance, construction, chemicals, sports business and electronics. In the 1970s, Samsung and its local compatriots such as Lucky Goldstar (LG) were favoured as target industries for government assistance due to their electronics business[15]. After the 1997 Crisis, Samsung has increased its focus on its electronics division that has now become Samsung Electronics, which has gained global prominence as well as significant market shares world-wide despite stiff competition from its Japanese and European counterparts.

Samsung Electronics SWOT Analysis

Strengths

Market leading products
Samsung has a wide range of market leading products and enjoys a strong market position in most of its market segments. It is one the leading manufacturer of digital TVs, memory chips, monitors, DVD recorders, printers, notebook PCs, DRAMs and much more. The company was the third largest cell-phone seller with 12.7% global market share, as of the beginning of 2006[16]. Being the market leader helps the company maintain strong brand image and attract customers.

Diversified business portfolio
Samsung manufactures a wide range of products. This enables the company to take advantage of opportunities within specific markets and locations, and at the same time protects it from specific segment-related problems and makes it less vulnerable to a sudden decrease in demand for a particular class of products. The company operations are also spread over 5 major divisions: telecommunication network, semiconductor, digital media, LCDs and digital appliances, in addition to the plethora of products mentioned above.

Strong brand and global presence
Samsung enjoys high brand awareness and a reputation for innovation and quality. Its brand was ranked 20th in the world with over $14 billion brand value in 2005[17]. A strong brand creates barriers to entry in the markets it operates in and helps guarantee future sales. The company operates in more than 30 countries which makes it a true global player. Almost 80% of its revenues are generated outside the Korean market[18].

High returns
Samsung's return on average assets, return on investment and return on average equity for the period of 2001-2005 were 10.5%, 18.6% and 21.9% respectively, significantly higher than corresponding electronics industry averages of 1.9%, 3.6% and 5.1% respectively for the same period[19]. High returns strengthen investors' confidence and indicate the management's ability to deploy assets profitably as well as take reasonable investment decisions.

---

[14] Kim E.M., *Globalization of the South Korean Chaebol. Korea's Globalization*, New York 2000, p. 124.
[15] Steers R.M., *Made in Korea*, New York 1999, p. 49.
[16] Kanellos M., *Mobile phone sales pass 800 million*, CNET News, 10.02.2006.
[17] http:///www.businessweek.com/pdfs/2005/0531_globalbrand.pdf/ , accessed on 11.11.2006.
[18] *Samsung Corporate Profile*, www.samsung.com/.
[19] *Company Spotlight: Samsung Electronics Co.*, MarketWatch: Global Round-up, vol. 5 (2006), pp. 208-12.

Strategic alliances

Samsung has formed successful strategic partnerships with a number of well-known companies, examples being IBM (for technology development), Microsoft (for manufacturing video games), Toshiba (a joint venture for optical storage devices), Sony (a cross-licensing agreement to share knowledge on developing technologies and producing LCDs) and IMEC (to develop key technologies for future portable communication products). Close relationships and cooperation with such companies provides Samsung with valuable technical knowledge.

Focus on Research & Development

Samsung's strong R&D operations enable the company to develop innovative products. The company's research and development expenditure has grown from $1.88 billion to $5.44 billion over the last four years[20]. The company filed 1,641 US patents in 2005, the fifth highest by a corporation in the US[21]. Strong research focus has enabled Samsung to develop several innovative products such as the world's largest LCD TV, the first Blue-ray player, the smallest color laser printer and the first ultra-mobile PC.

Weaknesses

Poor economic performance

The company recorded poor operating performance in 2005. The operating profit declined by 36% related to 2004. This decrease was mostly led by lower operating profit in LCD (-68%) and digital media (-44%). Other divisions recorded diminished profits as well, and the digital appliance division even had to face a loss. In the past few years the financial results were inconsistent, with repeated ups and downs concerning some crucial financial figures such as earning before interest and taxes[22]. Revenues declined mostly in America. Such under-performance can weaken the company's financial position.

Bad product reception

The company's sliding phones have not been well accepted in Europe, which affected sales and orders for components of these phones (short of forecast by about 30%). Samsung may not be able to recover the expenses incurred from manufacturing the phones.

High dependence on one business

The semiconductor division made up 62.2% of Samsung's total operating profit in 2004. The company is highly dependent on the semiconductor business to generate cash flows. The fact that one division contributes disproportionately to operating profit may turn into the firm's disadvantage in case of a downturn in the sector. With the South Korean won strengthening (4.8% on average since January 2006) and competition in the semiconductor business rising, Samsung may find it difficult to keep current profitability levels in this segment.

Opportunities

Operating in an industry with much possibility for innovation

Different electronic devices produced by Samsung offer countless possibilities in terms of their design and functionality (an example being the world's smallest 3G handsets launched in February 2005). The company invests significantly in R&D, so it is able to come up with new innovative products quickly which can satisfy the needs of various customers. It also improves Samsung's

---

[20] Cookson C., *Global competition sparks spending spree*, "Financial Times", 29.10.2006.

[21] *Company Spotlight: Samsung Electronics Co.*, MarketWatch: Global Round-up, vol. 5 (2006), pp. 208-12.

[22] www.samsung.com/AboutSAMSUNG/ELECTRONICSGLOBAL//InvestorRelations/FinancialInformation/Financial History//Financial_history_02.htm, accessed on 8.11.2006.

image as an environment-friendly company, as they boast of innovative energy-efficient refrigerators, mercury-free backlights for LCD displayers or lead-free products as proof of their environmental concern.

Emerging Asian markets
Leading technology companies are shifting their production base to Asia, particularly China and South-East Asia, to take advantage of lower production costs and growing purchasing power of citizens. Those countries represent highly lucrative and attractive markets and provide good growth prospects for Samsung. Its products enjoy an excellent reception in these markets. China and India are the two fastest-growing wireless markets in the world. For example, the number of fixed and wireless telephone connections in India has doubled in the past two years, to about 150 million, and Indians are signing up for mobile-phone service at the extraordinary rate of 5 million new wireless connections a month[23].

Growing global demand for modern technology products
Wireless communication chips, LCD-TV panels, 3G technology and so on, are examples of products and industries with enormous growth potential. The LCD-TV market alone is expected to grow to 36 million units in 2006, compared with 20 million in 2005[24]. Samsung is well-positioned to benefit from growing demand for those products and ready to win the corresponding market share.

Threats

Consolidation in the PC business
The PC business, the largest customer segment of the computer storage devices industry, is consolidating. Mergers and acquisitions (including the HP-Compaq merger and the IBM-Lenovo deal) have resulted in the formation of large clients with higher bargaining power. This is expected to further reduce margins of computer products including monitors, LCD panels and printers, thus affecting the Samsung's margins.

Unfavourable product specifics and market developments
Electronic devices, and especially computer hardware and software, tend to have short lifecycles, which makes their manufacturers work on new improved ones all the time. Moreover, the market developments in the sector may force a company to reconsider its strategy quite often[25]. This may be the case for Samsung right now that demand is gradually shifting from performance-driven products (PCs) to entertainment-driven ones, like MP3s. The demand for DRAM is related to the demand for PCs, and for this reason the market for those products is also currently experiencing a slowdown.

Image problems
After getting rid of its poor standing in America in the 1980s and 1990s, when Samsung was selling low-cost and unreliable TVs and microwaves in discount chains, there came the cases of stealing know-how and technology from Japanese competitors, price fixing in some of the company's businesses[26] and the chairman receiving an honorary doctorate of a university to which Samsung had earlier donated a large amount of money[27]. These scandals have undermined the company's

[23] Bremner B., *India's Great Leap Forward?*, "Business Week Online", 02.08.2006.
[24] *Company Spotlight: Samsung Electronics Co.*, MarketWatch: Global Round-up, vol. 5 (2006), pp. 208-12.
[25] www.samsung.com/AboutSAMSUNG/ELECTRONICSGLOBAL/InvestorRelations/index.asp, Samsung Analyst Day 2005, accessed on 4.11.2006.
[26] http://news.bbc.co.uk/2/hi/south_asia/4103554.stm, Basu K., *Why India Needs Labor Law Reform.*, BBC News, published on 27.06.2005, accessed on 17.11.2006.
[27] Fifield A., *Citizens turn restless in the `republic of Samsung*, "Financial Times", 10.06.2005, p. 20.

image and prove that big and strong brands are vulnerable and exposed. Samsung is now on its way to recover its image, however similar situations in the future may result in a negative brand perception. This would have a lasting effect on sales and general economic performance.

Intense competition
The company's competitors include LG Electronics, Sony, Philips, Nokia and Motorola which are large multinationals with global operations and strong performances. Most of these companies are well-positioned to match Samsung's capabilities, if not surpassing it. Intense competition can decrease its market share and adversely affect its already diminishing overall economic performance.

High raw material prices
The price of copper has soared in recent years: as of July 2006 it increased by four times compared with 2002 levels. During the first five months of 2006, copper prices have risen sharply by over 77%. Such an increase leads to higher costs, further depressing the company's profits.

PESTEL for Samsung's Key Emerging Markets: China & India

From the political perspective, China and India have different environments for foreign companies to operate in. The modernisation of the Chinese economy started in late 1978 after Mao's death, when the government adopted limited free-market policies[28]. Today, the Chinese government supports the R&D development and research, welcomes FDIs and provides much more support for enterprises bringing new technology to China. However, bureaucracy and corruption create uncertainty concerning the transparency of the market operations and potential political changes in the future: the government in China has considerable powers, great authority, and is interventionist to some extent.

On the other hand, as a former British Empire colony, India has adopted many aspects of the British government such as professional bureaucracy, the parliamentary system, and an independent judiciary. After gaining independence in 1947, the state owned the key industries in India, but since 1991 the market-opening reforms reduced trade barriers and opened the doors to FDI. But like China, a lack of clarity in governmental policy creates confusion for foreign investors.
In the economic perspective, both China[29] and India are one of the fastest growing business markets in the world with a burgeoning middle class. In 2005, China's annual GDP growth was 9.9%, but it is expected to increase as the result of the newly adopted 11th five year plan tending to enhance undeveloped areas in China. However, under the commitment to WTO, the exchange rate would soon become flexible[30], and the inevitable appreciation can increase production cost, affect GDP growth and generate high unemployment.
Similar but slowly progressing liberalisation can be seen also in India. Reduced state intervention in the distribution processes and greater transparency in India encourages foreign companies to nurture their intellectual property and brands. In addition to liberalisation, a sustainable growth of the Indian economy can be seen in the last decade, averaging 5.7%. In summary, *"Economics experts and various studies conducted across the globe envisage India and China to rule the world in the 21st century"*[31].

In the socio-cultural perspective, China and India have different cultures of conducting business and gaining customers loyalty. Nevertheless, both countries have a large population, and their

[28] Griffin R.W., Pustay M.W., *International Business*, 4th ed., Upper Saddle River (NJ) 2005, p. 42.
[29] Nolan P., *China and the Global Business Revolution*, Chippenham 2001, p. 872.
[30] *Ibidem*.
[31] http://www.economywatch.com/indianeconomy/indian-economy-overview.html, accessed on 17.11.2006.

political and economic direction is influenced by the emerging middle class that is driven, mobile, forward-looking, and consumer-oriented. In China relationships – with customers, suppliers, distributors, local government, and administration – are more important than in any other country. Therefore, a foreign company management should be aware of hierarchy, social pressures, and changing customer needs in China. The increase in disposable income has awakened people's desires for consumption and material pleasure. Therefore, China with a predicted middle-class of 170 million people by 2010, is poised to become the largest potential consumer market for global expansion. Additionally, the Chinese market structure is influenced by the one child policy adopted in the late 1970s, as *per capita* income has risen and fertility declined, Chinese parents' love and money are focused on a single child, resulting in unique social and economic implications.

Similarly, the rapidly expanding economy in India, liberalised and opened up in 1980-90s, has provided the basis for the middle class expansion to towns and the countryside. It is characteristic for the Indian middle class to have substantial savings and educated children, and to own televisions, cell phones, cars, and other consumer goods. According to Issupli, a market research firm, in 2005 the Indian consumer electronics market was worth $3.4 billion, 14% higher than the previous year. The expanding economy and rising disposable income combined with the use of credit by consumers enhances the industry sales despite the weak distribution networks.

In the technological perspective, both China and India have a good resource base, a foundation of the country's technological environment. Both countries have abundant human resources supply and low-cost labour with the increasing number of educated management due to the government investments in infrastructure and human capital. China has improved its technological base also by requiring some foreign companies to transfer technology as a condition for operating in the country[32]. However, weak intellectual property protection in China has been a discouragement for certain companies and caused to some extent low attraction of technology-intensive foreign investment. But China has recently joined the Geneva and Berne copyright conventions, and revised its trademark law concerning the service markets, and to protect foreign copyright, China established a Copyright Protection Center in 1998[33].

India also had to improve the intellectual right property protection, and was required to comply with the demands of the developed countries under the terms of WTO. India is an active member of the Geneva copyright convention, UNESCO, and World Intellectual Property Organization (WIPO). India is now the second world's largest exporter of software, thus rendering its firms hungry for competitive high-tech products. Currently India also has a poor telecommunications network, a situation that is being exploited by mobile phone network companies.

In the environmental perspective, both China and India are developing countries in their industrial stage. As the result, the protection of the environment and the enforcement of the environment protections laws are weak in both countries. In China the existing laws impose only small fines on pollutant emissions exceeding the legal limit. In contrast, the Indian government has used fiscal incentives to reduce pollution, and in August 2003, India's Supreme Court laid down the principle of *polluter pays*.

In the legal perspective, though China and India have different legal systems, both of them are too complex in certain areas. In China there is a fundamentally different conception between law and its purpose: the law has been traditionally treated as flexible and subject to interpretation[34]. Moreover, conflicts between local, provincial, and national regulations are common in China. Nevertheless, certain regions and sectors (introducing advanced technology, energy and transport projects) enjoy

[32] Griffin R.W., Pustay M.W., *International Business*, 4th ed., Upper Saddle River (NJ) 2005, p. 69.
[33] Ambler, Tim, Witzel, *Doing Business in China*, 2nd ed., London 2004, p. 115.
[34] Ambler, Tim, Witzel, *Doing Business in China*, 2nd ed., London 2004, p. 109.

lower tax rates and preferential treatment when employing staff, obtaining access to utilities or securing funding. However, it is time consuming to start operations in China.

According to the World Bank research, China received 30 points out of 100 for the rigidity of its hiring and firing rules, while India got the score of 48[35], indicating that labour protection is an issue in India due to the gridlock of the dialog between different political parties about the labor market freedom in the country, causing archaic labour laws to reign. However, there is a general trend towards liberalising and rendering the labour market more flexible to better facilitate outsourcing.

Strategy

"The future is not to be predicted. It is to be created." – Samsung Analyst Day 2005

Manufacturing Strategies
Even though the latest trends of outsourcing and specialisation prevail, Samsung has implemented a strategy of in-house production and investment in manufacturing research and development. According to Ji Oh Song, executive president of Samsung Electronics, co-locating research and development activities with manufacturing leads to faster market domination. It goes a step further by forcing its own units to compete with outsiders to get the best solution. For example in the liquid-crystal-display business, Samsung buys half of its color filters from Sumitomo Chemical Company of Japan and sources the other half internally, pitting the two teams against each other. *"They really press these departments to compete"*, says Sumitomo President Hiromasa Yonekura.

Samsung's primary manufacturing emphasis is on assembly, efficient movement of material in its logistics operations, precision assembly and packaging, and it achieves speed and maximum factory efficiency through minimum capital investment through constant innovation geared towards productivity. However, the company is yet to extensively outsource its operational functions, and we believe that this situation prevents it from fully focusing on its core competencies.

We have decided to focus on Samsung's products in the two product classes that we believe are most attractive to the increasingly wealthy middle class consumers of China and India: Handsets and Digital media, and also examine generic marketing strategies proposed by Samsung relevant to these product classes.

Handsets (Mobile Phones)

Present situation
Samsung's strategy is based upon mid- and high-end pricing that leads to higher margins. Samsung is focusing on implementing the newest technologies, thus, its products are amongst the top in the handset market[36].

Progressive technologies combined with avant-garde design trends providing a strong foundation of its position – especially the *clamshell* and *slide* exterior that fashionably package the latest technology. In addition, the speed of implementing a new product (from design table to assembly

[35] http://news.bbc.co.uk/2/hi/south_asia/4103554.stm, Basu K., *Why India Needs Labor Law Reform.*, BBC News, published on 27.06.2005, accessed on 17.11.2006.
[36] http://www.samsung.com/AboutSAMSUNG/ELECTRONICSGLOBAL/InvestorRelations/index.asp, Samsung Analyst Day 2005, accessed on 4.11.2006.

line) is very short: 5 months in comparison to Samsung's competitors' timelines of approximately 14 months[37].

Currently, Samsung maintains the top position in the camera phone market and is trying to strengthen its position in the very competitive "music phone" market. It is very focused on the handset department, mainly because this sector represents a substantial share of its overall brand value.

Future plans
The future vision of Samsung mobile is the "Informational hub" where the handset becomes the center point of communication, computing, TV, imaging, commerce, storage, games and multimedia. Thus Samsung wants to prevail as the world's leading brand in the handset area. (Samsung Analyst Day 2005).The main strategy for reaching this goal is "Next Generation Technology Leadership" (Samsung Analyst Day 2005), whereby Samsung wants to be the first mover into new technologies. The future focus is mainly on the 4G network which brings ubiquity, high capacity of data transfer, and wide coverage, thus giving the company a significant strategic advantage in this field. This game plan illustrates Samsung's goal to become a leader in every standard category (satellite and terrestrial phones) of handsets (Samsung Analyst Day 2005).

Digital Media

Present situation
Revenues in the area of digital media have been growing for Samsung steadily by 10% annually with more than 80% of sales being in foreign markets since 1999. In the field of LCD monitors, between 2000 and 2005, Samsung achieved aggressive cost reductions from $20 per inch to $7 per inch, which is what led to sales of 100 million units in 2005. However, this industry is characterised by short product life cycle, increase in size, multi-function products (causing a sales price increase), networking, greater accessibility and convergence of products. Other challenges include low entrance barriers which bring about boundless competition, price erosion and decline in profit rate that creates rapid price decrease and constantly narrowing price gap between competitors in the industry[38].

Future Plans
Samsung sees opportunities in increasing demand and focusing on brand, design and software. It aims at becoming the first mover in innovating digital media products and wants to implement cutting-edge technology into the product lines. Its historical success in introducing several ground-breaking products such as the world's largest LCD TV and world's fastest color laser printer position it well to achieve its objectives. To support and maintain this technological differentiation and leadership, Samsung also intends to push for increased patent leadership (currently, Samsung is ranked sixth in the world with respect to patent ownership).

It also plans to improve synergies between internal, related divisions and coordinate activities to support innovation and product development for the Samsung brand as a whole. Rather than focusing primarily on pricing, Samsung intends to focus intensively on design as one of the top marketing and differentiation tools in the future. This impetus can be seen in the number of design awards won by Samsung between 2001 and 2005 (19 awards), surpassing design-oriented companies such as Apple, IBM and Nike[39].

---

[37] *Ibidem.*
[38] *Ibidem.*
[39] *Ibidem.*

Generic Marketing Strategies

Present Situation
Using the mid- and premium-price portfolio, Samsung is focusing on marketing premium products. The higher pricing on these products helps achieve significant margins that lead to healthy revenues, which fund marketing activities, designing, and technological improvements that improve Samsung's position in the market.

Future Plans
Samsung's marketing strategy is shifting from awareness to preference. The target audience of the brand is changing from *sensible brand buyers* to *high life seekers*[40]. The brand focus is on promoting an *"easier, richer and more enjoyable life through technology allowing unlimited living"*[41]. This marketing is targeted towards an expected consumer pool comprising of young, style-conscious, technology-savvy customers who pursue intuitive simplicity and appreciate passion, performance, creativity, excellence and fulfillment.

Furthermore, the reduced importance of traditional mass media, intense cross-industry and price competition and increased B2B transactions poses new challenges as well as opportunities for Samsung to adapt to. To effectively deal with these changes, Samsung wants to become an icon brand through product, brand and customer leadership. Product leadership can be achieved through meeting consumer needs and pioneer launches, brand leadership through premium branding, consistency and strong emotional bonding and customer leadership through long-term partnerships with customers.

Conclusion

SWOT Analysis Summary
Samsung is a well-established brand that has a diverse product portfolio and is aggressively pushing for R&D so as to innovate stylish, user-friendly and functional products that are priced competitively. It is facing intense competition and rising costs of raw materials due to globalization, has recently experienced a decline in performance. It needs to improve on its brand image and continue diversifying its product portfolio to prevent overdependence on the semi-conductor business while concentrating on its core competencies in the electronics industry. It possesses the capability of increased expansion in China and India, but needs to tailor its marketing and business strategies to better suit the tastes and circumstances of these markets.

PESTEL Analysis Summary:
Both possess a burgeoning middle class that is becoming more affluent, consumerist and brand-conscious. Both governments are encouraging consumer spending, promoting technological advancement and are actively reducing trade barriers. The governments are actively addressing protection of intellectual property, which acts as an effective entry barrier that Samsung Electronics can exploit. Labour and corporate laws are undergoing extensive reform to facilitate production and sales by MNCs, and a large, educated labor pool is available at competitive wages.

Suggested Strategies for Samsung's continued expansion in China & India.
India is the world's fastest growing wireless services market and hence offers a huge market for mobile phones due to poor land telecommunication infrastructure. It added 6.71 million of new mobile-phone users in October, boosting its mobile base to 136.22 million people. Over the past

[40] *Ibidem.*
[41] *Ibidem.*

two months it has gained 12.78 million users[42]. Although Nokia provides formidable competition, Samsung mobile phones can differentiate themselves based on youth-oriented designs, diverse features and user-friendliness (eg: providing regional language settings).

The consumption of electronics in India is set to increase to $363 billion by 2015 from $28.2 billion in 2005, pushing the total market for semiconductors alone to a whopping $36.3 billion by 2015[43]. In addition to promoting its own products, Samsung can capitalise on this increased demand by forming alliances with or acquiring local electronics giants such as Godrej, BPL and Videocon to capture their market shares. Although acquiring these national champions would be difficult, offering lucrative financial incentives or initiating a hostile takeover can help achieve these targets provided that the company posses excess financial and management resources to do so.

Samsung can also consider offering competitive corporate deals and developing customised products for large Indian software firms such as Wipro and Infosys so as to gain greater market share in the Indian corporate sector.

The mobile phone market in China is also exploding; the latest figures published by China's Ministry of Information Industry reveal that the number of subscribers has reached 404 million people, with a monthly average increase of over 5 million subscribers. Thus Samsung should concentrate on mobile phone sales in China, especially in remote rural areas in Western China where the land telecommunications infrastructure is poor. It can also engage in partnerships with local service providers to subsidise the cost of setting up mobile phone networks in these areas, thus proactively creating a market of users. Though this approach is capital and resource-intensive, the inevitable wave of development in this region (the reason why Carlsberg is also making long-term investments in this region) would result in substantial returns in the long run.

Attention on design is favoured by the Chinese market, which is becoming increasingly design-oriented. *“Sony had a problem in China: The company was seen by many young Chinese as Daddy's brand”*. With its attractive yet functional designs, Samsung can promote itself as a producer of hip and cool electronic gadgets that are multi-functional, unique and affordable. It can take this attribute one step further by offering customisation at a premium price to willing customers. Although local companies would prove to be stiff competition with respect to pricing, Samsung can attract more discerning and demanding customers through strict quality control, excellent customer service and brand reputation.

We believe that the efficient implementation of these strategies, combined with the company’s myriad competencies and strong legacy, can position Samsung Electronics effectively to become a leading consumer and corporate brand in China and India

Bibliography

1. Ambler, Tim, Witzel, *Doing Business in China*, 2nd ed., London 2004;
2. http://news.bbc.co.uk/2/hi/south_asia/4103554.stm, Basu K., *Why India Needs Labor Law Reform.*, BBC News, published on 27.06.2005, accessed on 17.11.2006;
3. Bremner B., *India's Great Leap Forward?*, “Business Week Online”, 02.08.2006;
4. Chin H.H., *Implicit Loss-Protection and the Investment Behavior of Korean Chaebols. The Korean Crisis: Before and After*, Seoul 2000, pp. 217-242;

[42] http://financialexpress.com/latest_full_story.php?content_id=146628, accessed on 16.11.2006.
[43] http://www.thehindubusinessline.com/2006/02/03/stories/2006020302210400.htm, accessed on 19.11.2006.

5. http://devdata.worldbank.org/-external/CPProfile.asp?PTYPE=CP&CCODE=CHN, accessed on 12.11.2006;
6. http://www.businessweek.com/magazine/content/05_47/b3960003.htm?chan=search, accessed on 19.11.2006;
7. Cookson C., *Global competition sparks spending spree*, "Financial Times", 29.10.2006;
8. *Company Profile: Samsung Electronics Co.*, Datamonitor, published on April 2005, pp. 1-8;
9. *Company Spotlight: Samsung Electronics Co.*, MarketWatch: Global Round-up, vol. 5 (2006), pp. 208-12;
10. Fifield A., *Citizens turn restless in the `republic of Samsung*, "Financial Times", 10.06.2005, p. 20;
11. http:///www.businessweek.com/pdfs/2005/0531_globalbrand.pdf/ , accessed on 11.11.2006;
12. Griffin R.W., Pustay M.W., *International Business*, 4th ed., Upper Saddle River (NJ) 2005;
13. http://financialexpress.com/latest_full_story.php?content_id=146628, accessed on 16.11.2006;
14. http://www.economywatch.com/indianeconomy/indian-economy-overview.html, accessed on 17.11.2006;
15. Kim E.M., *Globalization of the South Korean Chaebol. Korea's Globalization*, New York 2000, pp 102-125;
16. Kim K.S., Joon-Kyung K., *Korean Economic Development: An Overview. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, pp. 3-56;
17. Kim L., So-Mi S., *Science and Technology: Public Policy and Private Strategy. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, pp. 383-425;
18. Krueger A.O., *Korean Industry and Trade over Fifty Years. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, pp. 293-338;
19. Mankar D., *Booming. Consumer Electronics in India*, "Hindustan Times", 8.07.2006;
20. Nam Sang-Woo, Jun-Il Kim, *Macroeconomic Policies and Evolution. The Korean Economy 1945-1995: Performance and Vision for the 21st Century*, Seoul 1997, pp. 143-185;
21. Nolan P., *China and the Global Business Revolution*, Chippenham 2001;
22. Pierce S.C., *Population, Growth, Programs and Policies. Korea*, London 1979, pp. 109-134;
23. Rao D.C., *The Pattern of Economic Growth. Korea*, London 1979, pp. 15-44;
24. http://www.samsung.com;
25. http://www.samsung.com/AboutSAMSUNG/SAMSUNGGROUP/AnnualReport/, *Samsung Annual Report 2005*,
26. http://www.samsung.com/AboutSAMSUNG/ELECTRONICSGLOBAL/InvestorRelations/index.asp, Samsung Analyst Day 2005, accessed on 4.11.2006;
27. *Samsung Corporate Profile*, www.samsung.com/;
28. *Samsung's Digital World – Financial Information*;
29. http://www.samsung.com/AboutSAMSUNG/ELECTRONICSGLOBAL//InvestorRelations/FinancialInformation/FinancialHistory//Financial_history_02.htm, accessed on 8.11.2006;
30. *Samsung's Digital World – Digital Vision*;
31. http://www.samsung.com/AboutSAMSUNG/ELECTRONICSGLOBAL/DigitalVision/index.htm, accessed on 15.11.2006;
32. Shin I., *The Korean Crisis: Before and After*, Seoul 2000;
33. Soon Cho, *Economic Plans and Industrialization. Economic Development and Social Change in Korea*, Frankfurt 1980, pp. 36-55;
34. Steers R.M., *Made in Korea*, New York 1999;
35. http://www.manufacturingnews.com/news/04/0601/art1.html, accessed on 19.11.2006;
36. Edwards C., *The Samsung Way*, "Business Week", 16.06.2003;
37. *Samsung in price fixing admission*, BBC News, 13.10.2005;
38. http://www.thehindubusinessline.com/2006/02/03/stories/2006020302210400.htm, accessed on 19.11.2006;

39. http://www.basemetals.com, accessed on 11.11.2006;
40. http://www.imf.org, accessed on 11.11.2006;
41. http://www.worldbank.org/kr, accessed on 11.11.2006;
42. http://asiatradehub.com/India/-intro.asp, accessed on 17.11.2006;
43. http://dipp.nic.in/ipr.htm, accessed on 12.11.2006;
44. http://www.x-rates.com/d/USD/KRW//hist2006.html/, accessed on 8.11.2006;
45. Kanellos M., *Mobile phone sales pass 800 million*, CNET News, 10.02.2006;
46. http://www.eia.doe.gov/emeu/cabs/chinaenv.html, accessed on 17.11.2006;
47. http://www.eia.doe.gov/emeu/cabs/indiaenv.html, accessed on 17.11.2006;
48. http://www.chinadaily.com.cn/english/doc/2004-10/27/content_386060.htm, accessed on 19.11.2006;

John Coghill*
Craig Duncan
Ross Mathison
Kaja Pacholczyk**

Failures of the UK regulatory system in light of BCCI's collapse

Introduction

In the early 1990s, the Bank of England came under massive scrutiny after the collapse of Bank for Credit and Commerce International (BCCI) in 1991. As its reputation was already weakened by the secondary banking crisis of the 1970s and various other embarrassing episodes, the BCCI scandal brought calls for regulatory changes of the banking system. This essay presents the background of the BCCI collapse focusing on the failures of the Bank of England and presents both propositions and actual changes made to the UK regulatory system.

History of BCCI

A Pakistani banker named Agha Hasan Abedi, in 1972, founded the Bank for Credit and Commerce International. To create the BCCI, Abedi needed five things. Firstly, a bank secrecy and confidentiality haven, which he found in Luxembourg, and then in the Grand Caymans. Secondly, he needed a source of capital, $2.5m, which he obtained from the Bank of America, along with another $500,000 from Sheikh Zayed of Abu Dhabi. Thirdly, Abedi needed a source of initial assets, $100m, of which Sheikh Zayed provided at least half as deposits. A group of like-minded Pakistanis would also be essential to the running of the bank. Lastly, credibility in the international community through a relationship with an established Western financial institution, would provide prestige to BCCI, but not interfere with its *unique* approach to banking. The established bank that provided this was the Bank of America.

Throughout the 1970's, BCCI expanded rapidly, with Abedi adding new corporate members to the BCCI family. Initially, BCCI was incorporated in only one location, Luxembourg. Within two years, a holding company was created, BCCI Holdings, with the bank underneath it BCC S.A., split into two parts: BCCI S.A., with head offices in Luxembourg, and BCCI Overseas, with head offices in Grand Cayman. Luxembourg was used mostly for BCCI's European and Middle East locations, and the Grand Caymans mostly for Third World Countries.

This structure was intentionally further complicated by the establishment of a series of additional entities, used as *parallel banks* by BCCI as needed for financial manipulations. In the cases in which BCCI's official interest was minority, its apparent lack of control was the consequence of local regulations barring a foreign bank from owning a majority share. Each time, BCCI found ways to evade the regulations through the use of front-men or nominees, and wound up, being able to direct the operations of these institutions as if they were wholly-owned subsidiaries.

BCCI's aggressive drive for expansion was necessitated by a financial strategy that pursued asset growth, rather than profitability, as the key to success. This approach was a necessity because of the underlying lack of working capital and BCCI's high-start up costs. The idea was that through rapid

* John Coghill, Craig Duncan and Ross Mathison declined the proposal to place their e-mail addresses in "SPES".
** Kaja Pacholczyk – 4th year student at the Warsaw School of Economics and ath the Warsaw University. Her personal interests focus on tax accounting, corporate finance and legal aspects of economic agents' activities. Contact to the Author in the Editor's section.

growth, BCCI would eventually fill the holes in its capital through commissions on its frenzy of activity. In the meantime, growth could disguise temporary operating losses through creative bookkeeping[1].

BCCI's financial empire was built on the fiction that it was heavily capitalized by oil-rich Arab leaders, when the reality was that most of them – and according to some credible information, all of them – were acting as nominees, providing either their names to BCCI, or their names plus their funds in the form of deposits to BCCI to get a guaranteed no-risk return, rather than as actual investors at risk. As a result, BCCI never had a substantial capital base, and was forced from the beginning to use deposits to meet operating expenses rather than to properly invest them in legitimate loans or other financing. Not having the actual capital base, BCCI simply pretended it was there, and enlisted the reputations of its shareholders to assist it in so pretending, in order to lure others to deposit their funds with BCCI.

Bribery was a key component of BCCI's strategy for asset growth worldwide, from the earliest days of the bank. In some cases, the recipients of funding from BCCI may not have considered the payments to be bribes, but simply a mechanism by which BCCI obtained what it wanted from an official, and in return the official helped BCCI. An example of this is BCCI's payments to two of the Gulf emirs in return for the use of their names as nominees for the purchase of First American from the time of BCCI's indictment on drug money laundering charges in Tampa (Florida) in October 1982. There was little doubt to anyone looking at the facts that BCCI had been used to launder drug money. BCCI's support of terrorism and arms trafficking developed out of several factors. First, as a principal financial institution for a number of Gulf sheikhdoms, with branches all over the world, it was a logical choice for terrorist organizations, which received payment at BCCI-London and other branches directly from Gulf-state patrons, and then transferred those funds wherever they wished without apparent scrutiny. Secondly, BCCI's flexibility regarding the falsification of documentation was helpful for such activities. Finally, to the extent that pragmatic considerations were not sufficient of themselves to recommend BCCI, the bank's pan-third world and pro-Islam ideology would have recommended it to Arab terrorist groups[3].

Failures of the Bank of England

Having taken a brief look at the history of BCCI, let us now analyse what the actual failures of the UK regulatory system were at the time of the BCCI scandal in 1991, and what it could have done to prevent the disaster earlier.

“The tradition of banking secrecy in the UK enshrined in the 1987 Banking Act, means one is never quite sure what the Bank of England is up to.”

THE GUARDIAN

In spring 1990, PriceWaterhouse advised the Bank of England that there were substantial loan losses at BCCI, poor banking practices, and evidence of fraud, which together had created a massive hole in BCCI’s books. The Bank of England’s response was not to close down this fraudulent entity but instead find ways to prop it up and prevent its collapse. This meant, among other things, keeping in secret the serious nature of BCCI’s problems from its creditors and its depositors[4].

One of the most costly mistakes made by the Bank of England in the run-up to the revelations of BCCI’s fraudulent activities was its rigid adherence to British Banking secrecy

---

[1] http://www.fas.org/irp/congress/1992_rpt/bcci/03hist.htm, cited on 23rd May 2006.
[2] http://www.fas.org/irp/congress/1992_rpt/bcci/03hist.htm, cited on 23rd May 2006.
[3] http://www.fas.org/isp/congress, cited on 3rd May 2006.
[4] http://www.business.guardian.co.uk, cited on 3rd May 2006.

and confidentiality laws. Without such strict regulations, thousands of BCCI's depositors and creditors within the UK would undoubtedly have emerged from the scandal having lost significantly less money than they did. Instead the Bank of England dithered too long, hoping for a minor miracle.

The Bank of England did not only withhold this information from BCCI's UK stakeholders but also the U.S. Federal Reserve (the central bank of America which also had considerable interest in BCCI). The size and scope of BCCI's lending on First American shares was kept away from the Federal Reserve despite their requests for such information. This action by the Bank of England delayed the opening of a full investigation by the Federal Reserve for approximately eight months.

Despite knowledge of some of BCCI's past frauds, and its own understanding that consolidation into a single entity is essential for regulating a bank, in late 1990 and early 1991, the Bank of England tentatively agreed with BCCI and its Abu Dhabi owners to permit BCCI to restructure as three separate institutions, based in London, Abu Dhabi and Hong Kong. This *tentative decision* demonstrated extraordinarily poor judgement on the part of the Bank of England. (This decision was reversed abruptly when the Bank of England decided to close BCCI in late June 1991.)[15]

"Jurisdiction for banking supervision rests with the country where the branches are based"

THE GUARDIAN

The decision by the Bank of England to permit BCCI to move its headquarters, officers and records out of British jurisdiction to Abu Dhabi in April 1990 has had profound negative consequences for investigators of BCCI across the world. As a result of this decision, essential records and witnesses regarding what took place were removed from the British government and placed under the control of Abu Dhabi's government. This decision constituted a costly and likely irretrievable error on the part of the Bank of England.

"One thing that stands out a mile was how old-fashioned and hierarchical the Bank of England was."

GORDON POLLOCK, QC SUPERVISORY PROPOSALS

Let us now look at what proposals followed the BCCI scandal of 1991 regarding improvements to the UK's regulatory system.

Following the collapse of the BCCI there have been numerous proposals for implementing new regulations and granting greater supervisory power to central banks. While the Basle Committee put forward suggestions concerning global supervision of international banking institutions, in the UK there have been numerous suggestions on tightening the country's supervisory system, chief of which were made by Lord Justice Bingham, who was in charge of investigating the BCCI collapse.

The Basle Committee, which is comprised of representatives of the supervisory bodies of 10 leading industrial nations, has for a number of years tried to create a safety net that would prevent multinational banks from escaping supervision. To that end the Committee introduced in 1975 a set of principles for international coordination of banking supervision known as *The Concordat*.

[5] http://www.business.guardian.co.uk, cited on 3rd May 2006.

The Concordat was already revised before the collapse of BCCI to close the regulatory gaps in the financial system by recommending greater cooperation between the parent and host supervisory authorities. However, in light of the BCCI case a new set of minimum standards was issued. The underlying principles of these recommendations were that, firstly, an international banking group should be policed by a single home country regulator taking into account all of that bank's worldwide banking operations. Secondly, consent should be required both from the bank's home country and from any host country in which it applies to operate. The home country regulator should also be entitled to receive information on the worldwide operations of any international bank under its supervision. Lastly, if a host country is dissatisfied with the home country's regulation of a bank operating within its jurisdiction it should be entitled to impose restrictions on that bank or indeed prohibit that bank from operating within its jurisdiction[6].

In his report concerning the BCCI collapse, Lord Justice Bingham, apart from suggestions concerning the British supervisory arrangements, had put forward proposals for international supervision with the main point being that some form of international monitoring of supervisory standards, possibly by the Bank for International Settlements, should be established7. However, political obstacles to this proposal are overwhelming especially if one considers that even Basle Committees suggestions are often met with hostility by some governments. Similar to the Basle Committee statement were suggestions concerning the banking directives issued by the European Community (from 1993 – European Union), as the mutual recognition of the EC members banks would not allow for some of the Committees standards to be implemented.

At the same time, in the UK proposals were made, stated in the Bingham Report, to give the Bank of England greater scope of powers to fulfill its supervisory role. While many financial experts, Lord Justice among them, were against introducing a code of stringent detailed rules, the collapse of BCCI meant an end to the regulation by *a nod and a wink*, which characterised the British system[8].

Following the accusations of lack of sufficient response to the malpractices of BCCI managers, Lord Bingham made a suggestion that the Bank should establish a special qualified investigators unit that would consider all warnings concerning credit institutions and would report to the Bank authorities strengthening internal communication. Additionally, the legal unit of the Banking Supervision division should be strengthened to ensure that the Bank is using all of its regulatory powers. These suggestions point to the failure of the Bank to react to the reports presented by PriceWaterhouse in 1990, concerning the reports of fraud and money laundering in the BCCI. Since there was no formal group devoted to gathering and exchanging information on malpractices existed among the regulators, these proposals were widely considered crucial.

Another suggestion stemming from the investigation into PriceWaterhouse's communication with the Bank concerning the information the firm received from BCCI's senior executives[9]. To amend this, Lord Bingham put forward a suggestion that the auditors of financial institutions should have a legal duty to report to the Bank or other relevant supervisory authorities any suspicions of malpractice or fraud. However, the change would not have much practical impact. Since the implementation of the 1986 Financial Services Act, auditors were allowed to report any suspected fraud to the regulator regardless of any breaches of client confidentiality. Rather a wider

[6] http://www.practicallaw.com/4-100-5226, cited on 10th May 2006.
[7] *Bingham Report – Investigation into the BCCI scandal: The main recommendations*, "Financial Times", October 23 (1992), p. 8.
[8] *Bingham Report – Investigation into the BCCI scandal: Monitors move to plug international loopholes*, "Financial Times" October 23 (1992), p. 9.
[9] As the Bingham's Report stated: „*PW for their part had not told the Bank of(...) remarks about manipulation of Gokal accounts, the ownership of the First American by BCCI nominees (...) nor had they mentioned Iqbal's remarks"*, *Bingham Report – Investigation into the BCCI scandal*, "Financial Times", October 23 (1992), p.10-11.

discussion should arise, as to whether the audit firms should be legally obliged to inform depositors of any malpractices.

Lastly, Lord Bingham is among those that proposed to grant the Bank the powers to refuse or revoke authorisation on the grounds that a bank cannot be effectively supervised and to make the banks locate their head offices in the country of authorisation[10]. These are by far the strongest of the proposed measures; however, they may be ineffective against the banks registered in another EC country, as the mutual recognition criteria would prevent such action.

There were other proposals to further strengthen the supervision of the Central Bank; such as Hall's[11] suggestion that the Central Bank should be allowed to enforce local incorporation of (non-EC) overseas incorporated banks' UK branch operations. Apart from widening the scope of Bank's powers, other suggestions were placing more duties and legal requirements concerning the audit of financial institutions such as forceful rotation of audit firms.

Implemented regulatory changes

The immediate response of the regulators to the suggestions made by Lord Bingham and others was the strengthening of the investigation and legal units by appointing distinguished accountants and banking sector experts such as Ian Watt and Peter Peddie[12].

It was not until 1997 that any new framework of the financial regulation in the UK was undertaken. Most of the proposed changes were functioning by late 1998 but it was not finished until after 2000. The two biggest changes to the financial system noted are explained by Ibrahim.

Ibrahim states that *"Probably the biggest change is the monetary independence given to the central bank, the Bank of England, in May 1997. Following its independence, the Bank of England concentrates its efforts at managing the monetary function that used to be prerogative of governments in the UK. The second most important regulatory change is the transfer of the supervisory and surveillance responsibilities of the banking industry from the Bank of England to the Financial Services Authority (FSA)."*[13]

This tells us that the Bank of England has a greater responsibility for stabilising the financial system using monetary policy while it has passed on its supervisory powers. The supervisory powers are now the responsibility of the FSA and it will be funded by those whom it regulates. Although the Bank of England and the FSA concentrate mostly on different tasks, they communicate information closely for the benefit of each others knowledge and to be economically efficient. Overall, they aspire to the same goal of a better financial system. The FSA was originally known as the Security and Investment Board (SIB) but changed its name to show that it was now becoming practically the sole regulator of the financial market in the UK after integration of other regulating firms under the FSA. Having only one overall clear regulator makes it easier for everyone to know who is responsible for problems and only having a body that's main purpose is to regulate creates better efficiency in regulation, therefore helping to prevent repetitions of cases like the BCCI. Only having the FSA makes it easier for regulated firms to follow the correct code of conduct, as there is only one set of rules with less confusion and no overlapping of regulating bodies collecting the same data, so that it is cost effective.

---

[10] *Bingham Report – Investigation into the BCCI scandal: The main recommendations*, "Financial Times", October 23 (1992), p. 8.
[11] Hall M., *Handbook of banking regulation and supervision*, Woodhead-Faulkner 1993, p. 65.
[12] *Bingham Report – Investigation into the BCCI scandal: Governor outlines stronger measures*, "Financial Times", October 23 (1992), p. 8.
[13] Boulis I., *Structure and Regulation of Capital Markets*, Heriot-Watt Management Programme 2002, pp. 4-8.

The new system of the financial market, after events such as the collapse of the BCCI, has superior internal communication throughout. As mentioned briefly before, regulating firms joined together under the FSA and this was the solution to better communication. During the old system, regulators did not work together and share information to understand what was going on. They would end up collecting information from the same companies and cause a far greater work load as well as expenses. Now, all small regulating bodies report to the FSA as its authority and have their sectors to regulate. The FSA also supervise Lloyd's of London and have the authorisation and prudential supervision over banks and building societies. A structure like this prevents important information that could negatively affect the whole UK financial system due to not surfacing in time, for example, the allegations that the Bank of England had information that the BCCI was carrying out abnormal operations and keeping it quiet, causing all sorts of extra problems. At the top of the system the FSA answer to Her Majesty's Treasury if there are any major problems it has uncovered or laws that it thinks need to be set in place.

Benefits to the new system is that with only one regulator, it is more attractive for firms to invest in the UK due to it being less complex with a quicker process of regulation and that it is easier to communicate with foreign regulators to retrieve information on worldwide firms that are can be hard to regulate. The FSA have extra powers of civil sanctions not seen before in the UK and now have a more similar look to the regulating system in the United States. One last important point to add about actions taking to prevent a repetition of the BCCI collapse is the *Public Interest Disclosure Act* of 1998. The act provides individuals who uncover illegal activities within a firm legal protection (cannot lose their job etc.). If workers had not feared repercussions of informing authorities of malpractice, situations like the BCCI scandal may have not happened or at least have been discovered sooner.

Conclusion

The collapse of BCCI and later the Barings Bank brought forward the need to reform the existing regulatory system, following Lord Bingham's suggestions the stress was put mostly on improving communication between various financial institutions that were responsible for monitoring capital markets. Also moving the main supervisory powers from the Bank of England to the FSA boosted the confidence of investors, as they felt that the regulator that was responsible for the mishaps in the banking sector has been replaced with a more competent one. However, as both the UK regulatory system was improved and international measures to prevent multinational companies escaping supervision were strengthened – one can only hope that Sir George Blunten's aphorism that bank regulation is the art of shutting stable doors after the horse has bolted, will cease to be true.

Bibliography

1. Bingham Report – Investigation into the BCCI scandal, "Financial Times", October 23 (1992);
2. Boulis I., Structure and Regulation of Capital Markets, Heriot-Watt Management Programme 2002;
3. Hall M., Handbook of banking regulation and supervision, Woodhead-Faulkner 1993;

1. http://www.fas.org/irp/congress/1992_rpt/bcci/03hist.htm
2. http://www.fas.org/isp/congress
3. http://www.business.guardian.co.uk
4. http://www.practicallaw.com/4-100-5226

Michał Konopczak*

Zastosowania metod symulacyjnych do oceny ryzyka kredytowego

1. Wstęp

Szybki rozwój rynków finansowych dokonujący się w ostatnich latach, a ciągnący za sobą rosnącą dostępność rozmaitych form finansowania, jak również umożliwiający coraz szerszy dostęp do coraz to nowszych instrumentów finansowych, niesie ze sobą niewyobrażalny wzrost ryzyka działalności, w tym w szczególności – działalności kredytowej. Aby sprostać rosnącym potrzebom inwestorów, przedsiębiorców czy spekulantów, instytucjonalni uczestnicy rynków finansowych, w szczególności banki[1], zmuszeni są bezustannie doskonalić metody zarządzania ryzykiem.

Już to krótkie wprowadzenie rzuca światło na to, jak szerokiego zagadnienia dotyczy niniejsza praca. Ze względu właśnie na obszerność tematyki, jak również stopień jej komplikacji wynikający z długiej historii rozwoju rynków finansowych, a także form obecności na nich, zawężono temat pracy po pierwsze do samego tylko ryzyka kredytowego, zaś po drugie – jedynie do omówienia tych metod jego szacowania, które wykorzystują metody symulacyjne. Nawet pomimo takiego ograniczenia i wobec obfitości literatury naukowej dotyczącej zagadnienia, należy określić charakter opracowania jako wyłącznie poglądowy i niegwarantujący pełnego poznania tematu. Pozycje podane w bibliografii pozwalają na głębsze zbadanie kwestii szacowania ryzyka, jak również problematyki metod symulacyjnych.

Kolejne części pracy przedstawiają w pierwszym rzędzie istotę metod opartych na przeprowadzaniu symulacji i tłumaczą doniosłość ich roli w szacowaniu ryzyka. Autor postanowił skupić się w szczególności na tzw. metodzie Monte Carlo, ze względu na jej ogromną popularność i bardzo szerokie zastosowanie. W dalszym toku pracy przedstawione zostaną zastosowania samych metod symulacyjnych – Autor uznał za pożądane zamieszczenie w pracy krótkiej charakterystyki kilku powszechnie stosowanych modeli szacowania ryzyka, które wykorzystują m.in. symulacje Monte Carlo. Rozdział 4. koncentruje się wokół prawdopodobnych kierunków rozwoju opisywanego zagdanienia, po czym następuje krótkie podsumowanie wieńczące pracę.

---

* Michał Konopczak – student IV roku Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz Uniwersytetu Warszawskiego. Zainteresowania naukowe koncentrują się wokół zagadnień związanych z rynkami finansowymi, bankowością inwestycyjną, inżynierią finansową oraz historią myśli ekonomicznej. Kontakt do Autora w Stopce redakcyjnej.

[1] Naturalnie sektor bankowy nie jest jedynym podmiotem zainteresowanym szacowaniem oraz ograniczaniem ryzyka kredytowego, jednak po pierwsze: jest typowym przykładem podmiotu narażonego na ryzyko kredytowe; oraz po drugie: w obrębie sektora bankowego znajdują najczęściej wykorzystanie opisywane metody.

2. Przedstawienie wybranych metod symulacyjnych

Dla podmiotów działających na rynku, w szczególności na rynkach finansowych, podstawowymi pojęciami są: zysk i ryzyko. Ryzyko, niezależnie od definicji, którą przyjmiemy, zawsze wiąże się z możliwością (ściślej: prawdopodobieństwem) wystąpienia więcej niż jednego scenariusza zdarzeń. Ponieważ *a priori* nie wiadomo, co się wydarzy, istnieje szansa, że obrót sytuacji na rynku będzie dla danego podmiotu nieoptymalny. Ponosi on ryzyko. Aby móc się przed takim ryzykiem chronić, zabezpieczać, czy jemu przeciwdziałać, po pierwsze musi on jego specyfikę poznać, a po drugie – to o wiele trudniejszy do spełnienia warunek – być w stanie je zmierzyć.

Wyróżnia się wiele rozmaitych sposobów radzenia sobie z ryzykiem; powszechnie stosowanymi metodami generowania prognoz dotyczących przyszłego układu zdarzeń są np. metody eksperckie (oceny fachowców, bazujące na doświadczeniu), czy modele budowane w oparciu o dane historyczne (wnioskowanie o przyszłości na podstawie przeszłości). Cel jest jeden: jak najlepiej przewidzieć najbardziej prawdopodobny scenariusz wydarzeń. Pod pojęciem „scenariusz" rozumie się zwykle zestaw zmiennych przyjmujących jednocześnie określony poziom. Każde otoczenie gospodarcze charakteryzuje się pewnymi parametrami ekonomicznymi (lub nieekonomicznymi), które oddziałując na operujące na rynku podmioty, stanowią o lepszym bądź gorszym środowisku, w jakim one funkcjonują. Stąd już tylko krok do spostrzeżenia, że gorsze warunki zwiększają prawdopodobieństwa zdarzeń niepożądanych, np. bankructw, niewypłacalności itp. Niepewność taka zatem generuje różne rodzaje ryzyka – przede wszystkim mowa o ryzyku rynkowym, które jednak automatycznie przekłada się na ryzyko kredytowe i jest z nim nieodłącznie związane[2]. I tak np. różne poziomy cen, stóp procentowych, tempo wzrostu gospodarczego, bezrobocie i całe mnóstwo innych zmiennych, przybierających określone realizacje w określonych momentach w czasie, jest powodem występowania na rynku ryzyka. Możliwość przewidzenia konkretnego rozkładu owych zmiennych w przyszłości pozwoliłaby na podjęcie odpowiednich działań dostosowawczych.

Wiedząc, dlaczego pojęcie na temat przyszłości może być istotne, spróbujmy udzielić odpowiedzi na pytanie: jak zdobyć takie pojęcie? Problem bierze się z niebywałej mnogości czynników określających w każdej chwili otoczenie gospodarujących podmiotów. Nie tylko nie znamy wszystkich parametrów, które determinują daną sytuację, ale nie wiemy, jak silny wywierają one wpływ na interesujące nas zjawiska, a – co gorsza – nie jesteśmy w stanie określić siły (a niekiedy nawet i kierunku) związków pomiędzy samymi zmiennymi. Modele, które tworzy się celem opisywania gospodarek, rzadko kiedy oddają dobrze przebieg procesów ekonomicznych. Co więcej – tradycyjne metody analityczne często pozwalają na badanie wpływu zmian jednej zmiennej na obserwowane zjawisko wyłącznie przy założeniu stałości innych (*ceteris paribus*), co przy oczywistych korelacjach pomiędzy wszystkimi elementami rzeczywistości gospodarczej, nie może dawać satysfakcjonujących rezultatów.

Wychodząc naprzeciw takim potrzebom, podjęto wysiłki zdążające ku opracowaniu systemów pozwalających na łączną analizę zmian wszystkich zmiennych, przy czym każda zmienna może przybierać szereg różnych wartości niezależnie (lub prawie niezależnie) od innych. Jeśli określony poziom realizacji wszystkich zmiennych definiuje jeden konkretny scenariusz wydarzeń, to by móc mówić o dostosowywaniu się do przyszłości, potrzeba takich scenariuszy wygenerować setki, tysiące, może setki tysięcy, każdy w oparciu o ten sam zestaw zmiennych, ale przybierających w rozmaitych konstelacjach różne poziomy realizacji. Jeśli uświadomimy sobie, że tyle możliwych scenariuszy określa rozkład możliwych zdarzeń tylko w jednym momencie w przyszłości,

---

[2] Przynajmniej w teorii – w praktyce można oddzielać oba rodzaje ryzyka i zabezpieczać się przed wybranymi, np. przy użyciu instrumentów pochodnych. Wykracz to jednak poza ramy niniejszej pracy, toteż skupimy się na przytoczonym, skądinąd w istocie słusznym, założeniu, że ryzyko rynkowe jest mocno związane z ryzykiem kredytowym.

a momentów takich możemy określić niezliczoną liczbę, to uzyskanie pełnego obrazu wszystkich możliwych realizacji jawi się jako zadanie niemożliwe. Niemożliwe, ale i niezbędne, by przeżyć na dynamicznie rozwijającym się rynku.

Aby sprostać zadaniu, potrzeba przynajmniej dwóch rzeczy: zestawu założeń tak upraszczających rzeczywistość, by liczbę możliwych scenariuszy ograniczyć do sensownej (i skończonej!) liczby oraz technologii, która pozwalałaby na dokonanie wszystkich niezbędnych obliczeń. Łatwo sobie wyobrazić, że bez komputerów zadanie takie nie byłoby wykonalne, choćby ze względu na nieliniowy charakter zależności pomiędzy zmiennymi (nie mówiąc o samym ogromie liczenia)[3]. Potrzeba więc było systemu, który byłby w stanie szybko, relatywnie małym kosztem oraz w sposób akceptowalnie precyzyjny przeprowadzać dużą liczbę symulacji różnych układów zmiennych, w zależności od ich realizacji.

Założenia, jakie należy poczynić, dotyczyły m.in. uznania parametrów ekonomicznych za pewne zmienne losowe, których rozkład jesteśmy w stanie określić (jeśli mamy liczyć jego momenty), a także określenia wiarygodnego schematu zależności pomiędzy zmiennymi, by każda z symulacji mogła prowadzić do określonego rezultatu w postaci realizacji zmiennej objaśnianej. Takie zależności określić można przy użyciu modeli ekonometrycznych, które siłą rzeczy czerpią z danych historycznych, ale i są korygowane z wykorzystaniem wiedzy na temat procesów ekonomicznych. Same realizacje zmiennych jednak powstają w sposób losowy. Najistotniejsza część, więc jak najlepsze przewidzenie przyszłości, sprowadza się w zasadzie do możliwie precyzyjnego określenia najbardziej prawdopodobnego układu zdarzeń. Jeśli zaś symulacji w takich warunkach przeprowadzimy dostatecznie wiele, to na bazie Centralnego Twierdzenia Granicznego możemy się spodziewać, że nasze przewidywanie odnośnie przyszłości będą bardzo bliskie prawdy.

Właśnie z takiej bliskości prawdy, jednak nigdy pewności, że rzeczywiste realizacje zmiennych pokryją się z prognozami, wzięła się nazwa najpopularniejszej metody dokonywania symulacji – metody Monte Carlo. Stolica księstwa Monako, zaś ściślej – bodaj najsłynniejsze na świecie kasyno, które tam się znajduje, dało nazwie metodzie, która ma służyć szacowaniu przyszłego rozkładu zmiennych w gospodarce, by pomóc mierzyć ryzyko i skutecznie nim zarządzać.

Szerokie zastosowania metod symulacyjnych, zaś od czasu, gdy jej stosowanie stało się możliwe i stosunkowo tanie – zwłaszcza zastosowanie metody Monte Carlo, daleko wykraczają poza obszar niniejszej pracy. Wykorzystanie metod symulacyjnych do szacowania ryzyka ma zdecydowanie krótszą historię niż sama metoda, ale zwłaszcza od czasu wejścia w życie tzw. *Nowej Umowy Kapitałowej* (NUK)[4], jej zastosowanie z pewnością będzie nabierało na znaczeniu. Konkretne zastosowania przybliżonych nieco metod, a więc cel przeprowadzania symulacji przyszłych wydarzeń, wraz z krótkimi przykładami modeli, omówione zostały w kolejnym rozdziale.

3. Aplikacja metod symulacyjnych do oceny ryzyka

Poprzedni rozdział pokrótce opisuje przyczyny oraz proces powstawania prognoz przyszłych wartości zmiennych ekonomicznych przy użyciu metody symulacji. Aby jednak odnieść się nieco precyzyjniej do tematu niniejszej pracy, należy odpowiedzieć na pytanie: jakie wartości są prognozowane, dlaczego mają one znaczenie dla szacowania akurat ryzyka kredytowego

---

[3] Łagodząc pesymistyczną wymowę stwierdzenia, można przeformułować zdanie: istotnie może i przeprowadzenie takowej symulacji byłoby wykonalne, ale albo trwałoby zbyt długo, by „zdążyć" przed nadejściem prognozowanej przyszłości, albo byłoby zbyt kosztowne, by podjęcie wysiłku mogło się opłacać.

[4] W bibliografii zamieszczono kilka pozycji na temat NUK. Istotnymi dla niniejszej pracy są dwie konsekwencje jej wprowadzenia: jedną z zalecanych metod szacowania ryzyka jest metoda symulacji (tzw. symulacja historyczna lub symulacja Monte Carlo), zaś sama NUK ma obowiązywać lub już obowiązuje na terenie całej Unii Europejskiej.

oraz jakiego rodzaju aplikacje otrzymanych wyników mogą być dalej wykorzystywane w procesie zarządzania ryzykiem.

Odpowiedzi na pierwsze dwa pytania są ze sobą ściśle powiązane. Aby dotrzeć do prognozowanych wielkości, wyjdźmy od końca, więc od tzw. zdarzenia kredytowego, czyli faktycznej realizacji ryzyka. Bank, instytucja kredytowa lub szerzej – także inne podmioty, narażone są na straty, kiedy udzielone przez nich pożyczki czy kredyty nie zostają terminowo spłacone[5]. Ponieważ zaś stosowanie metod symulacyjnych, zwłaszcza metody Monte Carlo, zwykle jest przedsięwzięciem kosztownym, ekonomiczną rację bytu ma przeprowadzanie symulacji dla wielkości zagregowanych, a więc np. dla portfela podobnych udzielonych kredytów, nie zaś dla pojedynczych ekspozycji. Jeśli zaś analizujemy grupę podmiotów, które są kredytowane, a zazwyczaj są to podmioty do siebie podobne (np. małe i średnie przedsiębiorstwa krajowe), to podmioty te narażone są podobne rodzaje ryzyka – m.in. na ryzyko rynkowe. Łatwo sobie wyobrazić, że jeśli znaczącemu pogorszeniu ulegną określone parametry gospodarki, sytuacja ekonomiczna kredytowanych podmiotów jednocześnie ulegnie pogorszeniu, wskutek czego instytucja kredytująca narażona będzie na podwyższone ryzyko, że kredyty nie będą mogły być spłacone. Na pytanie zaś, co musiałoby się wydarzyć na rynku, żeby doszło do istotnego pogorszenia sytuacji finansowej kredytobiorców (więc i realizacji ryzyka kredytowego), daje odpowiedź właśnie przeprowadzona symulacja. Ściślej rzecz ujmując, możemy określić prawdopodobieństwo takiego pogorszenia się warunków gospodarowania, że określona część udzielonych kredytów okaże się stracona, a zatem np. bank poniesie straty w określonej wysokości.

Opisany powyżej tok rozumowania doprowadził do powstania bodajże najpowszechniej stosowanej metody pomiaru ryzyka (wszelkich rodzajów, także kredytowego) – metody *Value at Risk* (*VaR*)[6]. Ową wartością zagrożoną jest w przypadku ryzyka kredytowego portfel udzielonych kredytów (pożyczek, gwarancji, należności itd.). Symulacja pozwala na uzyskanie ogromnej liczby scenariuszy, które wywołują określone skutki dla podmiotu narażonego na ryzyko kredytowe. Oparte na generowaniu losowym wartości zmiennych scenariusze, dla odpowiednio dużej liczby symulacji, układają się w rozkład strat, którego parametry są znane. Jesteśmy więc w stanie z określonym prawdopodobnieństwem stwierdzić, jak duże straty poniesiemy w danym przedziale czasowym[7]. Jeśli więc inaczej sformułujemy problem, dla przykładowych wartości liczbowych będziemy mogli powiedzieć, że z 99-procentową pewnością wiemy, że w ciągu najbliższego roku nie stracimy więcej niż 100 tys. złotych. A taki poziom precyzji jest już w zupełności wystarczający dla zarządzających ryzykiem w dowolnej instytucji.

Naturalnie metody symulacyjne wykorzystywać można także w nieco inny sposób. Choć wykorzystanie dla oszacowania wartości narażonych na ryzyko jest zapewne najpopularniejszym wariantem, nie jest jedynym. Przykładem innego zastosowania metod symulacyjnych, lub szerzej – metod opartych na analizie scenariuszy (co zazwyczaj sprowadza się do aplikacji symulacji), jest tzw. *stress-testing*. Istotą analizy stresowej, jak często nazywa się opisywaną procedurę, jest wygenerowanie najgorszego możliwego scenariusza, przed jakim stanąć może bank, przedsiębiorstwo, czy inna instytucja. Oba słowa są istotne: scenariusz ma być możliwy, nawet jeśli bardzo mało prawdopodobny; oraz ma być możliwie najgorszy, tzn. musi zakładać nadzwyczajne pogorszenie parametrów otoczenia gospodarczego, np. wskutek kataklizmu, wojny, bardzo silnego szoku ekonomicznego, czy też nagłej zmiany preferencji konsumentów

---

[5] Stwierdzenie takie znacznie upraszcza analizę, toteż należy dodać, że istnieje cały szereg zdarzeń klasyfikowanych jako realizacja ryzyka kredytowego, np. obniżenie *ratingu* emitenta obligacji, które trzymamy w portfelu. Także przedsiębiorstwa handlowe narażone są na ryzyko kredytowe, gdy np. udzielają kredytu kupieckiego swoim kontrahentom, tj. powiększają swoje należności u innych podmiotów. Dla istoty zagadnienia jednak przyjęte uproszczenie okazuje się wystarczającym.

[6] Dosł.: wartość narażona na ryzyko, na straty, wartość zagrożona. Pomimo występowania w literaturze różnych konwencji, Autor proponuje pozostanie przy najpopularniejszej wersji angielskiej skróconej do „*VaR*”.

[7] Uzyskiwane wartości *VaR* skaluje się dla dowolnych długości przedziałów czasowych.

(np. w odpowiedzi na pojawienie się nowej technologii)[8]. Celem takiej z pozoru niracjonalnej analizy jest próba otrzymania odpowiedzi na pytanie, czy w razie zaistnienia tak niekorzystnych warunków ekonomicznych, podmiot jest w stanie „przeżyć" i utrzymać się na rynku. Ponieważ zmienne, na których bazują modele wykorzystywane w symulacjach, są powiązane zależnościami ekonomicznymi, aby otrzymane wyniki symulacji były wiarygodne (więc i przydatne z punktu widzenia zarządzania ryzykiem), nie wystarczy po prostu założyć określonych wartości zmiennych objaśniających i policzyć wartości zmiennej zależnej – potrzeba przeprowadzić odpowiednią symulację, do czego znów przydatna okazuje się np. metoda Monte Carlo.

Aby odejść nieco od czysto teoretycznych rozważań, w dalszej części niniejszej pracy przytoczono i pokrótce omówiono dwa powszechnie stosowane systemy szacowania ryzyka, których metodologię ich twórcy publicznie udostępnili: *Credit Metrics* firmy *J.P. Morgan* oraz *CreditPortfolioView* firmy *McKinsey*[9].

System *Credit Metrics* firmy *J.P. Morgan* opracowany został w 1997 roku i jest modelem zmiany sytuacji kredytobiorców. Każemu kredytobiorcy przypisywany jest określony *rating*, który może się w ciągu jednego okresu (model jest tylko jednookresowy, zwykle dotyczy okresu rocznego) zmienić, z określonymi prawdopodobieństwami przybierając określone wartości. Skrajna zmiana ratingu oznacza niewypłacalność, czyli realizację ryzyka kredytowego kredytodawcy. Rozkład prawdopodobieństw zmian ratingu wyznacza macierz przejścia. Dodatkowo zmienna w czasie jest terminowa struktura stóp procentowych, których wysokość determinowana jest jakością udzielonego kredytu (przybliża ją *rating*). Określone zdarzenia przekładają się na strumienie płatności z tytułu udzielonych kredytów, co decyduje o wyniku finansowym kredytodawcy.

Model umożliwia albo uzyskanie miary ryzyka (odchylenie standardowe wartości portfela), albo przybliżenie rozkładu wartości portfela kredytów na koniec okresu kredytowania, co potrzebne jest do kalkulacji *VaR*. Obliczenie wartości portfela wymaga przeprowadzenia symulacji Monte Carlo, przy pewnych założeniach odnośnie stóp odzysku z udzielonych kredytów (bądź z należności)[10]. Model *Credit Metrics* to stosunkowo skomplikowany układ zależności, pozwalający na uzyskanie przybliżenia zarówno ryzyka portfela, jak i wartości narażonej na ryzyko. Tę drugą tradycyjnie szacuje sie przy założonym poziomie ufności. By dojść do wielkości *VaR*, należy rozkład zmiennej losowej opisującej bieżącą wartość portfela[11] przybliżyć metodą Monte Carlo poprzez wygenerowanie ok. 20 tys. scenariuszy (dla różnych wartości wektorów zmiennych oraz stóp odzysku). Łączny rozkład *ratingów* z tak otrzymanych portfeli, przy uwzględnienie wszystkich zależności pomiędzy składnikami portfela (więc poszczególnymi ekspozycjami kredytowymi) pozwala na dojście do jednej wielkości *VaR*. Szczegółowy opis zastosowania metody firmy *J.P. Morgan* można znaleźć w literaturze przytoczonej w bibliografii.

System *CreditPortfolioView* firmy *McKinsey* wykorzystuje powstały w podobnym czasie (lata 1997-8) model ekonometryczny T.S. Wilsona. Sama procedura jest nieco bardziej skomplikowana, zaś prowadzi w swej istocie do tego samego – ma bowiem na celu oszacowanie

[8] Oczywiście dla modelu czy samej symulacji istotnymi informacjami są ograniczenia nałożone na parametry, tzn. np. zakłada się nagłe przyspieszenie inflacji do bardzo wysokich poziomów, skokową zmianę stóp procentowych o bardzo duże wielkości itp.

[9] Oczywiście opisywanie tych produktów w szczegółach mijałoby się z celem niniejszej pracy – wyeksponowane zostaną elementy, które opierają się na wykorzystaniu metod symulacyjnych.

[10] Ang. *recovery rate*. Oznacza odsetek należności, które kredytodawca jest w stanie odzyskać w przypadku niewypłacalności kredytobiorcy.

[11] Ang. *Present Value*, *PV*.

rozkładu prawdopodobieństw straty dla całego portfela kredytowego. Oprócz podobieństw do modelu *Credit Metrics*, znaleźć można jednak także istotne różnice.

Po pierwsze, punktem wyjścia modelu jest założenie, że każdy rodzaj kredytu wiąże się w pewnym stopniu z tzw. „ryzykiem systemowym", którego nie można zneutralizować poprzez samą dywersyfikację portfela[12]. Ryzyko to pochodzi bezpośrednio z otoczenia makroekonomicznego, w którym porusza się kredytobiorca, tak więc nawiązuje do naszych wcześniejszych rozważań. Dla tych przyczyn zmiennymi są typowe wielkości ekonomiczne, jak inflacje czy bezrobocie. Bogactwo modelu bierze się w głównej mierze z faktu, że analizowane mogą być równocześnie różne typy kredytów, w różnych podokresach. Prawdopodobieństwo niespłacenia każdego z nich przedstawia model logitowy. Ze względu na charakter zmiennych, model daje zarazem pojęcie na temat ogólnego stanu gospodarki, co jest niewątpliwą jego zaletą.

Podobieństwo do modelu firmy *J.P. Morgan* wyraża się zastosowaniem jednolitego dla wszystkich systemu *ratingowego* (którego jednym ze stanów jest ponownie niewypłacalność). Także i tu mamy do czynienia z macierzą przejścia pomiędzy różnymi *ratingami*. Macierz dodatkowo „uczy się" w każdym kolejnym podokresie, zmieniając prawdopodobieństwa awansu lub spadku w systemie *ratignowym* w zależności od stanów z okresów poprzedzających, na które to stany wpływ mają zmieniające się wartości zmiennych makroekonomicznych (autoregresja w modelu). Rozkład strat w portfelu szacuje się przy użyciu metody Monte Carlo, przy czym podstawą obliczeń z konieczności są dane historyczne. Generowanie kolejnych realizacji zmiennych objaśniających pozwala na kolejne uzyskiwanie wyników modelowania, które z racji wykorzystania modelu logitowego tworzą przy kilku do dziesięciu tysiącach powtórzeń ciągi prawdopodobieństw niewywiązania się z umowy kredytowej. W powyższy sposób otrzymuje się rozkład prawdopodobieństw niespłacenia kredytów, co jest o tyle ciekawe, że możemy łatwo odróżnić wielkości otrzymane dla danych typów kredytów w konkretnych podokresach. Na tej podstawie uzyskać można rozkłady strat dla całego portfela ekspozycji[13]. By zaś określić ryzyko kredytu danego typu, twórca modelu proponuje przyjęcie najmniejszego kwantyla z wylosowanej (znów – metodą Monte Carlo) próby opisującej rozkład prawdopodobieństwa niespłacenia kredytu dla tego typu.

Także w tym przypadku dokładniejsze poznanie metodologii Wilsona dla systemu *CreditPortfolioView* wymaga sięgnięcia do literatury podanej w bibliografii. Model jest powszechnie stosowany i dość dobrze znany – stąd łatwość dotarcia do informacji jest znaczna. Dobre wyniki uzyskiwane przez model przysporzyły mu wiele popularności, także w literaturze naukowej.

4. Perspektywy rozwoju metod symulacyjnych w kontekście rozwoju rynków finansowych

Pomimo zauważalnego na przestrzeni ostatnich lat wyraźnego postępu w dziedzinie szacowania ryzyka, w tym ryzyka kredytowego, wiele wskazuje na to, że aby nadążyć za potrzebami szybko rozwijającego się rynku, metody szacowania i zarządzania ryzykiem będą musiały ulegać ciągłym udoskonaleniom. Szczególnie dwa rodzaje ryzyka, mianowicie rynkowe i kredytowe, pozostawiają duże pole dla rozwoju i przyszłych badań.

---

[12] Ponownie – uproszczona interpretacja nie zakłada i nie może zakładać dziś już szeroko dostępnych instrumentów pochodnych, które pozwalają zdywersyfikować niemal każdy rodzaj ryzyka.

[13] Mało tego, model umożliwia wręcz wyznaczenia prawdopodobieństw przejścia daego rodzaju kredytu do danej grupy *ratingowej* w konkretnym momencie. Swą skomplikowaną postać model rekompensuje bogactwem uzyskiwanych wyników.

Metody estymacji ryzyka ewoluowały z czasem, w tendencji zmierzając od zupełnie jakościowych systemów eksperckich, aż do niezwykle zaawansowanych metod ilościowych. O ile w przypadku choćby ryzyka operacyjnego, systemy oparte na statystyce czy ekonometrii zdają się często ustępować miejsca metodom jakościowym, o tyle ryzyko rynkowe oraz kredytowe wymusza dalsze kroku w kierunku wykorzystywania metod probabilistycznych oraz symulacyjnych.

Stosunkowo młodym zjawiskiem na rynkach finansowych są kredytowe instrumenty pochodne. Istotą tych instrumentów jest umożliwienie między stronami transferu ryzyka kredytowego. Aby jednak obrót nimi był możliwy, instrumenty takie muszą podlegać wycenie. Problem wyceny instrumentów pochodnych wiąże się z trudnościami podobnymi do opisywanych wcześniej prób szacowania wartości portfela kredytowego[14]. O ile jednak prawdopodobieństwo, że określony typ kredytów okaże się pozycją straconą można było przybliżać np. przy użyciu zmiennych makroekonomicznych, o tyle w przypadku derywatów jest to działanie nie zawsze adekwatne do ich natury. Jako efekt rosnącego skomplikowania instrumentów obecnych na rynkach finansowych, instytucje podejmujące ryzyko muszą opracowywać coraz doskonalsze metody pomiaru ryzyka ekspozycji. A jedynymi metodami, które są w stanie nadążyć za ewolucją instrumentów generujących ryzyko są metody symulacyjne – scenariusze jednak potrzebne do uzyskiwania rozkładów prawdopodobnych realizacji określonych zmiennych, np. wartości porfela kredytowego, stały się niepomiernie bardziej skomplikowane, zaś zależności je opisujące niekiedy nie podlegają modelowaniu.

Dodatkowym problemem, przed którym stają zarządzający ryzykiem, jest niedostateczna ilość danych lub trudna dostępność porównywalnych danych. Także ten czynnik utrudnia przeprowadzanie symulacji.

Wielokrotnie już w niniejszej pracy podnoszony został problem związków pomiędzy ryzykiem rynkowym a kredytowym. Dynamiczny rozwój rynków finansowych, ich rosnące znaczenie dla gospodarek państw rozwiniętych, jak również ewolucja instrumentów finansowych łączących oba rodzaje ryzyk, zdają się wyznaczać kierunek rozwoju symulacyjnych metod szacowania ryzyka. Konieczność łączenia ryzyka kredytowego z ryzykiem rynkowym oraz globalnego spojrzenia na zależności makroekonomiczne determinujące sytuację finansową kredytobiorców właśnie w kontekście ryzyka kredytowego wydaje się najpoważniejszym wyzwaniem stojącym przed zarządzającymi ryzykiem na świecie.

5. Bibliografia

1. *Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications*, Basle Committee on Banking Supervision, Basle 1999;
2. Allen L., *Credit Risk Modeling of Middle Markets*, bmw bdw;
3. Marciniak Z., *System zarządzania ryzykiem*, Warszawa 2006;
4. Allen L., Delong G.L., Saunders A., *Issues in the Credit Risk Modeling of Retail Markets*, NYU Stern School of Business Working Paper No. FIN-03-007, luty 2003;
5. Kuryłek W., *Modelowanie ryzyka portfela kredytowego* (część II), „Bank i kredyt", czerwiec 2003, s. 72-80;
6. Rekomendacja G dotycząca zarządzania ryzykiem stopy procentowej w bankach, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2002;
7. Orzeł J., *Ilościowe metody pomiaru ryzyka operacyjnego*, „Bank i kredyt", lipiec 2005;
8. Zieliński R., *Metody Monte Carlo*, Warszawa 1970;

[14] Wszak jest to dokładnie to samo zadanie, tyle że przeprowadzane na portfelu złożonym z o wiele bardziej skomplikowanych instrumentów.

9. Jermakow S.M., *Metoda Monte Carlo i zagadnienia pokrewne*, Warszawa 1976;
10. Rubinstein R.Y., *Simulation and the Monte Carlo method*, New York 1986;
11. Finnerty J.D., *The PricewaterhouseCoopers Credit Derivatives Primer*, bmw bdw;
12. *The standardised approach to credit risk*, Basle Committee on Banking Supervision, Basle 2001;
13. Bhatia M., Finger Ch.C., Gupton G.M., *Credit Metrics – Technical Document.*, New York 1997;
14. Borys G., *Zarządzanie ryzykiem kredytowym w banku*, Warszawa 1996;
15. Iwanicz-Drozdowska M., Nowak A., *Ryzyko bankowe*, Warszawa 2002;
16. Chiang A.C., *Podstawy ekonomii matematycznej*, Warszawa 2004;
17. Crouchy M., Galai D., Mark R., *Comparative analysis of current credit risk models.*, "Journal of Banking and Finance", nr 24 (2000), s. 59-117;
18. Kuryłek W., *Modele migracji kredytów*, „Bank i kredyt", październik 2000, s. 18-23;
19. Weron A., Weron R., *Inżynieria finansowa*, Wrocław 1998;
20. Wilson T.C., *Portfolio credit risk*, "Economic Policy Review", październik 1998, s. 71-82;
21. Wilson T.C., *Portfolio credit risk (I)*, "Risk Magazine", wrzesień 1997, s. 111-117;
22. Wilson T.C., *Portfolio credit risk (II)*, "Risk Magazine", październik 1997, s. 56-61;

1. http://www.rk.pl/narzedzia/slownik-ryzyko-kredyt.php
2. http://www.riskmetrics.com/
3. http://www.bobsguide.com/guide/prod/5-4613.html
4. http://www.moodyskmv.com/
5. http://www.marciniak.waw.pl/SN2/W1.pdf
6. http://fic.wharton.upenn.edu/fic/allenpaper.pdf

Aleksandra Krajewska*

Dlaczego jesteśmy uczciwi, choć to nieopłacalne?

Gdy kilka lat temu spędzałam wakacje w Danii, moją uwagę przykuły tamtejsze pola namiotowe. Nie były one przez nikogo nadzorowane, a opłatę uiszczało się pozostawiając określoną w cenniku kwotę w nienadzorowanej przez nikogo skarbonce. Zastanowiło mnie wówczas, dlaczego w Danii taki system funkcjonuje, podczas gdy w Polsce nie miałby on żadnej racji bytu.

Zarysowany powyżej problem dotyczy uczciwości. Spoglądając na niego oczami polskiej opinii publicznej można stwierdzić, iż osoba nie uiszczająca opłaty zachowuje się sprytnie i jest to dla niej jako jednostki opłacalne. Owo spostrzeżenie skłania mnie do sformułowania następującej tezy: w krótkim okresie uczciwość może się wydawać nieopłacalna, niemniej jednak w dłuższej perspektywie czasowej podmioty zachowują się uczciwie, gdyż im się to opłaca.

Przekornie analizę problemu chciałabym rozpocząć od przytoczenia wyników badań częściowo obalających postawioną przeze mnie tezę. W 2002 roku studentów Akademii Ekonomicznej w Katowicach zapytano o wartość uczciwości[1]. Większość uznała ją za względną, a bycie etycznym przedsiębiorcą pośród nieetycznych przedsiębiorców traktowano jako głupotę, nie zaś uczciwość. Według ankietowanych podstawowym celem biznesu powinien być zysk, w związku z tym obowiązkiem firmy nie jest dbałość o środowisko, o zabezpieczenie socjalne pracowników czy odpowiedzialność społeczna. Omijanie przepisów prawa i norm społecznych dla dobra firmy jest nie tylko dozwolone, ale i konieczne. Etyka to luksus, na który może sobie pozwolić ustabilizowana firma albo społeczeństwo, w którym zasady *fair play* są powszechnie akceptowane.

Zastanawiająca jest panująca obecnie w Polsce popularność stwierdzenia, że nieuczciwość się opłaca. Wiąże się to najprawdopodobniej z wpojonym społeczeństwom socjalistycznym propagandowym przekonaniem, iż kapitalizm jest systemem nieuczciwym i niemoralnym, a prawa państw w gospodarce rynkowej są w gruncie rzeczy narzędziami ucisku. Ta antykapitalistyczna mentalność sprawia, że powszechnie aprobowaną cnotą jest omijanie prawa, spryt, krętactwo, nieuczciwe formy rywalizacji na rynku. W działaniach wielu przedsiębiorców obserwuje się powszechnie prymat okresu krótkiego nad długim, wynikający głównie z napięć w relacjach menedżerowie-udziałowcy (ci pierwsi co kwartał muszą rozliczać się ze swojej działalności przed udziałowcami, których nie interesują metody osiągnięcia zysku).

Opłacalność działań uczciwych da się jednak wykazać na kilku płaszczyznach:

1. przedsiębiorstwo-klient
2. przedsiębiorstwo-interesariusze
3. obywatel-obywatel
4. państwo-obywatel
5. państwo-państwo

Działania uczciwe są korzystne na płaszczyźnie przedsiębiorstwo-klient i to nie tylko, jak twierdzili studenci, w firmach ustabilizowanych. Popłaca poparta opinią niezależnych audytorów uczciwość w raportowaniu, jako że wykrywane nieprawidłowości w tym zakresie zmniejszają u ludzi

* Aleksandra Krajewska – studentka II roku Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Zainteresowania naukowe koncentrują się wokół zagadnień związanych z polityką gospodarczą, rynkiem pracy oraz strukturami instytucjonalnymi państwa w Polsce. Kontakt do Autorki w Stopce redakcyjnej.

[1] C. Królewicz, *Chrześcijańska odpowiedzialność w gospodarowaniu*, 5.04.2007, http://www.luteranie.pl/www/biblioteka/dkosciol/odpow-gospod.htm.

skłonność do inwestowania w przedsiębiorstwa oraz podważają zaufanie do całego systemu rynkowego. Uczciwość zaś pozwala na budowanie renomy, wiarygodności oraz dobrego wizerunku w oczach klientów. Jak pokazują nowe trendy w rachunkowości, marka i renoma firmy są coraz wyżej wycenianymi aktywami niematerialnymi, z kolei sposób postrzegania marki wywiera przemożny wpływ na wybory konsumentów. Widać zatem, iż uczciwość przekuwa się na rynkowy sukces przedsiębiorstwa. Gdyby powyższy wniosek nie był prawdziwy, *Microsoft* w opisie swych konkurentów nie wymieniałby graczy rynkowych, z którymi zamierza walczyć o klientów oraz ich przewag konkurencyjnych, *Nestlè* nie publikowałoby raportów o rozwoju kwalifikacji pracowników, *AstraZeneca* badań satysfakcji zatrudnionych a *Amazon.com* w raporcie za 2000 rok nie stwierdziłby: „mamy skumulowaną stratę netto i przewidujemy dalsze straty, mamy krótką historię działalności, a cena naszych akcji jest bardzo zmienna". Próbą przełamania przyzwolenia na zachowania nieetyczne jest też podjęta w Polsce inicjatywa *Kodeksu Dobrych Praktyk* w zakresie zarządzania i kontroli w spółkach publicznych. W Unii Europejskiej podobną funkcję pełni *Zielona Księga*, kładąca nacisk na społeczną odpowiedzialność korporacji. Ponadto w krajach rozwiniętych gospodarczo funkcjonuje już, obok audytu finansowego, również audyt społeczny i etyczny, podejmowane są próby wprowadzenia tzw. parametrów uczciwości i rzetelności działania jako oceny etycznych zachowań firm.

O sukcesie rynkowym decyduje również uczciwość na płaszczyźnie przedsiębiorstwo-interesariusze. Obecnie coraz więcej firm kieruje się zasadami odpowiedzialnego biznesu, którego podstawowa zasada mówi, że firma postępuje uczciwie i przyjaźnie wobec wszystkich – tak tkwiących w jej środku (pracownicy, akcjonariusze) jak i w otoczeniu (klienci, dostawcy, lokalna społeczność, całe społeczeństwo). Przedsiębiorstwa nie robią tego tylko z dobroci serca, ale po to, aby pomnażać swój kapitał społeczny. W sytuacji, gdy wiele firm stosuje te same technologie, oferuje towary bądź usługi o niemal takich samych parametrach, po bardzo zbliżonych lub wręcz takich samych cenach, w dłuższym okresie przewagę uzyskują te, które zgromadziły więcej takiego kapitału. Coraz więcej z nich rozumie, że uczciwe postępowanie wobec pracowników zwiększa ich zaangażowanie w pracy. Uczciwie traktowani klienci pozostają lojalni, a nakłady na utrzymanie ich lojalności są kilkukrotnie niższe niż na pozyskanie nowych klientów. Przewaga o takim charakterze przekłada się zaś na zauważalne korzyści ekonomiczne.

Na przestrzeganiu zasad uczciwości w relacji obywatel-obywatel oparty jest sprawny system finansowy. Kto bowiem powierzy bankowi swoje oszczędności, jeśli nie ma najmniejszej gwarancji, że otrzyma z powrotem co najmniej zdyskontowaną wartość wkładu? Kto zainwestuje w fundusz inwestycyjny, nie mając pewności, że zarządzające nim towarzystwo rozliczy się z powierzonych mu środków? O tym jak wygląda sytuacja w państwach, gdzie zasady społecznego zaufania i uczciwości nie są respektowane niech świadczy przykład Rosji[2]. Panuje tam nie tylko polityczny i gospodarczy, ale przede wszystkim moralny kryzys. Powszechne pogwałcenie zasad uczciwości przyczyniło się do tego, iż nie opłaca się uczciwie zarabiać i pracować. Postępując moralnie, zwiększa się prawdopodobieństwo wtrącenia swojej rodziny w krąg ubóstwa lub niemożności wykształcenia dzieci. Oszustwo kwitnie, niepospolicie bogaci oligarchowie stają się coraz bogatsi, a biedni coraz biedniejsi. Skala nierówności i powstających z ich powodu napięć stale się zwiększa. Według Aleksandra Sołżenicyna – rosyjskiego pisarza i obserwatora życia publicznego – państwo, a przede wszystkim naród rosyjski znajdują się obecnie na skraju nieuchronnego upadku, rozpaczliwie jeszcze tylko podtrzymywanego autorytarną władzą. Czy jest to zatem model systemu, jaki pragniemy zbudować? Moim zdaniem przykład państw Unii Europejskiej pokazuje, że znacznie korzystniejsze jest budowanie społeczeństw, w których więzi oparte są na wzajemnej uczciwości. Sprawnie funkcjonujące rynki finansowe, bezpieczeństwo oszczędzania, szerokie możliwości kształcenia oraz brak rażących konfliktów społecznych składają się na to, że się tam po prostu dobrze żyje. Uczciwość prowadzi do stabilności gospodarczej, zaś ta

[2] *Eyewitness: Economic crisis hits home*, 13.05.1999, http://news.bbc.co.uk/2/hi/special_report/1998/08/98/russia_crisis/166891.stm.

do wzrostu gospodarczego. Bez uczciwości nie ma wolnego rynku tylko tzw. *flea market economy*. Nieuczciwość przyczynia się do infrastrukturalnego niedorozwoju kraju, co oznacza niższy poziom inwestycji i niższy standard życia obywateli. Rodzi ona także zabijającą wzrost gospodarczy korupcję, przekładającą się znacznie na obniżenie przedsiębiorczości obywateli. Czy zatem w imię krótkookresowego zysku płynącego z nieuczciwości ktokolwiek chciałby żyć w takim państwie?

Przyjrzyjmy się krajom takim jak Finlandia, Szwecja, Norwegia czy Dania. Są to państwa o najwyższym poziomie kapitału społecznego (pod tym pojęciem rozumiem również powszechne respektowanie zasad *fair play*). Kto z nas nie chciałby mieszkać w państwie o tak wysokiej stopie życiowej? Warto zauważyć, że wypracowany poziom rozwoju jest w przeważającej mierze pochodną ukształtowania na przestrzeni lat tzw. społeczeństwa obywatelskiego. Charakteryzuje się ono aktywnością i zdolnością do samoorganizacji oraz określania i osiągania wyznaczonych celów bez impulsu ze strony władzy państwowej. Niemniej jednak dobrowolne współdziałanie obywateli nie byłoby możliwe bez wzajemnego zaufania i kultywowania zasady uczciwości we wszelkich poczynaniach. Na podstawie przytoczonego przykładu można wysnuć wniosek, iż zachowania uczciwe się opłacają, ponieważ praktykując je przez lata doprowadzamy do wyższego wzrostu gospodarczego. Ów wyższy wzrost przekłada się zaś na wyższą stopę życiową, która jest przecież indywidualnym celem każdej jednostki.

Popłaca również uczciwość na płaszczyźnie państwo-obywatel. Im wyższy jest współczynnik aktywności zawodowej, im więcej obywateli uczciwie odprowadza podatki oraz im mniej osób korzysta z transferów, tym szybciej gospodarka się rozwija. Prawdziwość tego argumentu potwierdza Witold Orłowski[3] analizując problem Polski. Już od wielu lat wzrost gospodarczy jest niższy od potencjalnego głównie dlatego, że nasz aparat państwowy ze swoimi słabymi finansami publicznymi jest masowo nadużywany. Nieuczciwość pojedynczych podmiotów odbija się na funkcjonowaniu całej gospodarki, gdyż wyłudzanie transferów przekłada się na konieczność podnoszenia podatków. Jako że płatników podatków jest coraz mniej, polską gospodarkę cechuje ogromna szara strefa. Łatwo zauważyć, że wzrost gospodarczy może nastąpić tylko poprzez ogólnospołeczne przestrzeganie zasad uczciwości – zarówno przez obywateli, jak i urzędników administracji państwowej czy samorządowej (nie mogą oni stwarzać sytuacji sprzyjających np. korupcji).

Coraz większą wagę przywiązuje się do uczciwości na poziomie współpracy międzypaństwowej, jako że przynosi ona wymierne korzyści wszystkim stronom. Dowód niech stanowi unijna współpraca w dziedzinie ochrony środowiska czy gospodarowania zasobami naturalnymi, która możliwa jest tylko i wyłącznie dzięki wzajemnemu zaufaniu i uczciwości w raportowaniu. Takie podejście doprowadziło do znacznej poprawy stanu środowiska przyrodniczego w Europie oraz opracowania oszczędnych strategii gospodarowania surowcami. Ludziom w Unii Europejskiej żyje się lepiej, podczas gdy np. w Rosji te sfery działalności związane są z zagładą środowiska naturalnego, olbrzymim, szkodliwym dla zdrowia poziomem zanieczyszczeń i to w dodatku przynoszącym ekonomiczne korzyści tylko garstce oligarchów.

Analizując przedstawione argumenty można zauważyć, iż uczciwość okazuje się nieopłacalna na krótką metę, niemniej jest wysoce opłacalna w działaniu długofalowym. A taki horyzont czasowy rozwoju powinno przyjmować przecież każde przedsiębiorstwo, o państwie, organizacji międzynarodowej czy społeczeństwie nie wspominając. Nie wolno także zapomnieć, że uczciwość podmiotów gospodarczych na rynku jest odzwierciedleniem moralności całego społeczeństwa. Trzeba zatem o nią dbać na każdym poziomie stosunków społeczno-gospodarczych.

[3] W. Orłowski, *W Polsce nie opłaca się być uczciwym*, 17.11.2006, http://www.money.pl/archiwum/mikrofon/artykul/orlowski;w;polsce;nie;oplaca;sie;byc;uczciwym,108,0,201836.html.

Bibliografia:

1. Borowik R., *Siódme przykazanie i jego ranga w systemie etycznym przyszłych menedżerów*, www.cebi.pl, 5.04.2007;
2. *Eyewitness: Economic crisis hits home*, http://news.bbc.co.uk/2/hi/special_report/1998/08/98/russia_crisis/166891.stm, 13.05.1999;
3. Koneczny F., *Ekonomia i etyka*, „Niedziela", nr 13 (1947);
4. Królewicz C., *Chrześcijańska odpowiedzialność w gospodarowaniu*, http://www.luteranie.pl/www/biblioteka/dkosciol/odpow-gospod.htm, 5.04.2007;
5. Lee D., *The market for honesty*, vol. 49, no 2;
6. Lipiński S., *Biznes bardziej odpowiedzialny*, www.nbpportal.pl, 2.03.2007;
7. Marcinkowska M., *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa. Nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Warszawa bdw, s. 312;
8. Orłowski W., *W Polsce nie opłaca się być uczciwym*, http://www.money.pl/archiwum/mikrofon/artykul/orlowski;w;polsce;nie;oplaca;sie;byc;uczciwym,108,0,201836.html, 17.11.2006;
9. Sprawozdanie z VII posiedzenia konwersatorium: *Moralne wybory w korporacji. Czy w polskich przedsiębiorstwach przestrzegane są zasady etyki biznesu?*, Uniwerstytet Warszawski, 3.10.2002;
10. Zsolnai L., *Honesty, Competence and Trust: A Behavioural Approach*, Budapest University of Economic Sciences;

Karolina Filipek*

Gospodarka Argentyny pod rządami J.D. Perona 1946-55

Wstęp

Zarówno na polityczną, jak i gospodarczą historię Argentyny wielki wpływ wywarły stosunki społeczne w tym kraju panujące. Dzieje Argentyny w XX w. naznaczone zostały przez konflikt między wielkimi posiadaczami ziemskimi a robotnikami. Aż do lat 40-tych ubiegłego stulecia polityka kraju determinowana była interesami arystokracji ziemiańskiej, która reprezentowała w gospodarce sektor rolny. Konsekwencją tego było zaniedbanie sektora przemysłowego.

W czasie Wielkiego Kryzysu, kiedy to z powodu załamania handlu światowego industrializacja stała się koniecznością, do miast, szczególnie zaś do Buenos Aires, napływać zaczęły rzesze bezrobotnych robotników rolnych. Ponieważ w Argentynie związki zawodowe nie odgrywały wcześniej właściwie żadnej roli politycznej[1], nie byli oni w stanie wpływać na rząd. Ich potencjał postanowił jednak wykorzystać Juan Domingo Peron, jeden z przywódców junty rządzącej w kraju po 1943 roku. Zaczął on stymulować rozwój związków zawodowych, kreować się na „obrońcę mas pracujących". Uwielbienie zapewnił mu związek z Evą Duarte, charyzmatyczną prezenterką radiową, która wykorzystywała to medium do celów propagandowych, rozpalając robotników do walki o swe prawa. To ona, jako że sama wywodziła się z nizin społecznych, zbliżyła Perona do *descamisados* – „ludzi bez koszul", dzięki którym zdobył władzę i którzy stali się bazą polityczną peronizmu.

Z racji tego, że władza Perona nie była stabilna i opierała się właściwie wyłącznie na związkach zawodowych i armii (do której jednak zaufanie było ograniczone – *vide* próba zamachu we wrześniu 1951 i lutym 1952 roku), jego polityka nosiła znamiona populizmu oraz miała nacjonalistyczne i antyziemiańskie założenia. Tak silna zależność od związków doprowadziła do sytuacji, w której wszelkie próby racjonalizowania wydatków publicznych, zmniejszenia zbyt rozbudowanej pomocy społecznej czy dopuszczenia do inwestycji zagranicznych spotykały się

* Karolina Filipek – studentka IV roku Szkoły Głównej Handlowej oraz Uniwersytetu Warszawskiego. Zainteresowania naukowe koncentrują się wokół zagadnień związanych z ilościowym modelowaniem zjawisk społecznych, ekonometrią oraz socjologią humanistyczną. Kontakt do Autorki w Stopce redakcyjnej.
[1] Morawski W., *Kronika kryzysów gospodarczych*, Warszawa 2003, s.84.

z groźbą strajku generalnego lub oskarżeniem o zdradę stanu. Nastąpił paraliż władzy, co doprowadziło do upadku reżimu.

Tak skończyły się mrzonki o stworzeniu ustroju idealnego i sprawiedliwego, o rozwiązaniu problemu ubóstwa. Jednak mit Perona nie upadł. Został on, przede wszystkim zaś jego żona, otoczony kultem robotników, co na początku lat 70-tych ponownie wyniosło go do władzy, tym razem z kolejną żoną – Izabelitą – u boku.

Praca koncentruje się na pierwszym okresie rządów Perona (lata 1946-55). Najwięcej uwagi poświecono przyczynom oraz skutkom wdrożonych przez dyktatora reform – składają się one na drugi i trzeci rozdział. W pracy podkreślony został wpływ robotników na politykę państwa – to ich dobro stało się priorytetem władzy, to na ich potrzeby rozwijano przemysł lekki, budowano domy i szpitale, to dla nich powstał system opieki społecznej w miejsce dawnych towarzystw dobroczynnych, postrzeganych jako jałmużna ze strony arystokracji. Godnym odnotowania jest również fakt, że postawa reżimu sprzyjała przedsiębiorczości – dlatego ustrój ten bywa określany przez wielu historyków jako „trzecia droga" (*tercera posicion*) – między kapitalizmem i komunizmem[2].

Z racji dat granicznych, w pracy omówiono jedynie krótkofalowe następstwa reform – deficyt walutowy i budżetowy oraz spadek produkcji rolnej. Pominięto natomiast skutki długookresowe, które do dziś negatywnie wpływają na gospodarkę Argentyny. Dla podkreślenia specyfiki kraju, uwzględniono w pracy tło historyczne i społeczne, poświęcając pierwszy rozdział dziejom Argentyny przed erą Perona.

Bibliografia dotycząca problematyki gospodarki i polityki argentyńskiej w omawianym okresie jest bardzo szeroka. Na szczególną uwagę zasługuje książka Marii Veganzones i Carlosa Winograda pod tytułem *Argentina in the 20th century: an account of long-awaited growth*[3], ukazująca determinanty argentyńskiego sukcesu gospodarczego opartego na rolnictwie i porażki reform Perona, a także opracowanie naukowe Urszuli Żuławskiej zatytułowane *Strategie rozwoju gospodarczego Argentyny*[4]. Polityczny wymiar działalności dyktatora porusza książka *Dzieje Ameryki Łacińskiej* pod redakcją Tadeusza Łepkowskiego[5], a położenie peronowskiej Argentyny na arenie światowej – *Stosunki międzynarodowe w Ameryce Łacińskiej: historia i współczesność* Wiesława Dobrzyckiego[6].

1. Zarys sytuacji gospodarczej i politycznej w Argentynie przed rokiem 1946

1.1. Okres gospodarki eksportowej

W początkowej fazie swej państwowości (począwszy od lat 60-tych XIX w., gdy zaczęto stosować technikę zamrażania mięsa) Argentyna, z racji bardzo korzystnych warunków naturalnych, opierała swój rozwój gospodarczy głównie na rolnictwie. W owym czasie stanowiło ono średnio 25% PKB, zatrudniało 30-35% siły roboczej i wytwarzało niemal cały krajowy eksport[7]. Model gospodarki charakteryzował się wiodącą rolą eksportu płodów rolnych (stanowił on 50% PKB[8]) – głównie zboża, wołowiny, wełny i roślin oleistych[9]. Na początku lat 30-tych XX w. Argentyna dostarczała

[2] Dobrzycki W., *Stosunki międzynarodowe w Ameryce Łacińskiej: historia i współczesność*, Warszawa 2000, s.152.
[3] Veganzones M.A., Winograd C., *Argentina in the 20th century: an account of long-awaited growth*, Paris 1997.
[4] Żuławska U., *Strategie rozwoju gospodarczego Argentyny*, Warszawa 1987.
[5] *Dzieje Ameryki Łacińskiej od schyłku epoki kolonialnej do czsów współczesnych*, red. T. Łepkowski, t. 3, Warszawa 1977.
[6] Dobrzycki W., *op.cit*.
[7] Veganzones M.A., Winograd C., *op.cit.*, s.26.
[8] *Ibidem.*
[9] *Ibidem.*

ponad połowę światowego eksportu mięsa, trzy czwarte lnu, jedną piątą pszenicy[10]. Rolnictwo determinowało inne sektory – przemysł, który związany był głównie z przetwórstwem artykułów rolnych, i usługi. Wzrost gospodarczy możliwy był dzięki powiększaniu uprawianego areału. Taki typ gospodarki wynikał również z uwarunkowań społecznych – władza skupiona była w rękach liberałów, którzy rządzili krajem zgodnie z interesami wielkich właścicieli ziemskich. Dlatego też rozwój przemysłu, wymagający polityki protekcjonizmu, był hamowany. Argentyna importowała 60% dóbr przemysłowych i niemal 100% półproduktów[11]. Gospodarka stała się silnie uzależniona od Wielkiej Brytanii, do której eksportowano 1/3 wszystkich płodów rolnych[12]; kapitał brytyjski inwestował w argentyńską infrastrukturę – koleje, porty, chłodnie.

1.2. Gospodarcze skutki Wielkiego Kryzysu

Model gospodarki oparty na eksporcie wykazywał oznaki wyczerpania już po I wojnie światowej, kiedy to niektóre kraje wprowadziły cła protekcyjne. Jednak dopiero kryzys zapoczątkowany w 1929 roku, który przyniósł załamanie handlu międzynarodowego, obnażył wszystkie jego ułomności. Sytuacja ekonomiczna Argentyny była silnie uzależniona od koniunktury międzynarodowej, co odbiło się na zmniejszeniu siły nabywczej eksportu argentyńskiego o 40% w latach 1929-33[13] i, co za tym idzie, PKB na mieszkańca o 20%[14]. Na problemy zewnętrzne nałożyły się czynniki wewnętrzne – eksploatowano już całą pampę, zwiększenie areału nastręczało ogromnych trudności, pojawiła się nierównowaga w bilansie płatniczym. Zmiana dotychczasowej polityki gospodarczej stała się niezbędna.

W przeciwieństwie do poprzedniego okresu, przemysł otrzymał ograniczoną pomoc rządową w postaci stałych, korzystnych cen i ceł ochronnych na dobra konsumpcyjne. Na początku lat 30-tych wdrożono program robót publicznych. Nie doszło jednak do szybkiego uprzemysłowienia, ponieważ w celu równoważenia bilansu płatniczego i wskutek nacisków wielkich właścicieli ziemskich w 1934 roku podpisano układ Roca-Rumincan, w myśl którego Wielka Brytania zobowiązywała się do importu określonej ilości argentyńskich płodów rolnych w zamian za preferencyjny dostęp do argentyńskiego rynku dla swojego przemysłu. Układ ten jest postrzegany jako zaprzepaszczenie szansy na industrializację[15].

1.3. Reformy realizowane przez juntę wojskową po 1943 roku

Kolejnym punktem zwrotnym w historii gospodarczej Argentyny był czerwiec 1943 roku, gdy w wyniku zamachu stanu władzę objęła junta wojskowa – *Grupa Zjednoczonych Oficerów* (GOU). Mimo ciągłych przetasowań politycznych, kierunki polityki społeczno-gospodarczej kolejnych rządów wytyczał pułkownik Juan Domingo Peron – szef resortu pracy i spraw socjalnych, a od połowy 1944 roku – wiceprezydent i przewodniczący *Krajowej Rady do Spraw Okresu Powojennego*. Jego zasługą była zmiana podejścia rządu do spraw robotniczych – pozyskiwanie związków zawodowych, popieranie ich postulatów, mediacje między związkami i przedsiębiorcami, a także socjalnych – wprowadzenie emerytur, sądownictwa pracy, płatnych urlopów, trzynastej pensji. Za sprawą Perona doszło w owym czasie do znacznego wzrostu zorganizowania robotników (z 10% do blisko 70%[16]), a on sam zdobył w związkach ogromne wpływy. Jego dziełem była koncepcja rozwoju opartego o uprzemysłowienie, głównie w celach obronnych, oraz postulat niepodległości gospodarczej. Pozycja, jaką Peron zdobył wśród robotników, uznana została przez część członków junty za zagrażającą ich pozycji, co było przyczyną jego aresztowania 10 października 1945 roku. Jednak już 17-tego października został on

[10] Domosławski A., *Gorączka latynoamerykańska*, Warszawa 2004, s. 187.
[11] Veganzones M.A., Winograd C., *op. cit.*, s.29.
[12] *Ibidem*, s.23.
[13] Ferrer A., *Gospodarka Argentyny. Etapy rozwoju. Aktualne problemy*, Warszawa 1969, s.256.
[14] Żuławska U., *op.cit.*, brak paginacji.
[15] Morawski W., *op.cit.*, s. 112.
[16] Łepkowski T.; *op.cit.*, s. 252.

uwolniony dzięki wielkiej manifestacji robotniczej zorganizowanej przez Marię Evę Duarte – jego przyszłą żonę. Data ta jest symbolicznym początkiem niemal 10-letniej ery rządów J.D. Perona.

2. Program gospodarczy J. D. Perona w latach 1946-1949

2.1. Program industrializacji poprzez substytucję importu

Po zwycięskich wyborach prezydenckich w lutym 1946 roku, J.D. Peron rozpoczął implementację swego planu gospodarczego opartego na dwóch filarach – przyspieszonej industrializacji i eliminacji kapitałów zagranicznych. Realizacja programu możliwa była dzięki akumulacji dewiz podczas II wojny światowej (1,7 mld dolarów[17]). Rozwój gospodarczy miał być osiągnięty poprzez przesunięcie dochodów wielkich posiadaczy ziemskich do mas pracujących, co miało zwiększyć popyt i poszerzyć rynek wewnętrzny. Koncepcja ta miała charakter populistyczny, jako że Peron utrzymywał się u władzy dzięki poparciu robotników i związków zawodowych, jak *Generalna Konfederacja Pracy* (*Confederacin General de los Trabajadores* – CGT), których interesy stały w sprzeczności z dążeniami arystokracji ziemiańskiej. W tym celu wprowadzono kontrolę eksportu, której instrumentem stał się *Argentyński Instytut Popierania Handlu* (*Instituto Argentino para la Promotion del Intercambio* – IAPI), który zmonopolizował prawo wywozu płodów rolnych[18]. Sprzedawał je za granicę, a uzyskane dewizy przekazywał do skarbu państwa, producentom zaś wypłacał ustaloną cenę w pesos, co w połączeniu z systemem zróżnicowanych kursów walut (niższy dla eksportu) równało się przymusowemu skupowi dewiz po cenie niższej od realnej[19].

Populistyczny wymiar miał również program eliminacji obcego kapitału (z 15,4% udziału w kapitale krajowym w 1945 roku do 5,4% w 1949 roku[20]), często bez uwzględnienia rachunku ekonomicznego[21]. Obejmował on nacjonalizację przedsiębiorstw użyteczności publicznej, np. łączności, usług komunalnych, kolei z rąk francuskich i brytyjskich, linii lotniczych, floty handlowej oraz przymusowy wykup przedsiębiorstw niemieckich.

Główny nacisk położony został na industrializację, która obejmowała zarówno inwestycje rządowe, jak i wspieranie sektora prywatnego. W latach 1947-51 wprowadzono w życie pierwszy plan pięcioletni nastawiony na rozwój strategicznego sektora państwowego – energetyki, telekomunikacji, transportu, hutnictwa, przemysłu maszynowego. Prowadzono industrializację dotychczas nierozwiniętych regionów: Cordoba, Rosario, Mendoza.

Powstał *Banco de Credito Industrial* i program kredytowania gospodarki, który miał na celu popieranie rozwoju małej i średniej przedsiębiorczości, szczególnie z zakresu przemysłu lekkiego zaspokajającego potrzeby mas. W ten sposób powstało wiele małych przedsięwzięć rodzinnych, produkujących dobra powszechnego użytku, trwałe dobra konsumpcyjne: odzież, obuwie, tekstylia, artykuły chemiczne. Stopy procentowe były traktowane jako element polityki gospodarczej – realne oprocentowanie kredytów było ujemne (pod koniec lat 30-tych sięgało -30%[22]). Uprzywilejowane w ich otrzymywaniu były: przemysł produkujący substytuty importu, sektor rządowy i budownictwo mieszkaniowe.

[17] *An economic history of twentieth-century Latin America*, red. E. Cardenas, vol. 3, s.287.
[18] Oficjalnym powodem była chęć uzyskania jak najwyższych zysków na rynkach światowych – dlatego państwo miało być jedynym dostawcą produktów rolnych
[19] Łepkowski T., *op.cit.*, s. 249.
[20] *Ibidem.*
[21] Wydatki te nie były jednak całkowicie pozbawione sensu, ponieważ dewizy zablokowane były na kontach w Wielkiej Brytanii (w funtach szterlingach) i szybko traciły na wartości, a wskutek sprzeciwu USA (przyczyny polityczne) nie mogły być zamienione na dolary i przeznaczone na inne cele. Zob. Łepkowski T., *op.cit.*, s. 249.
[22] Veganzones M.A., Winograd C., *op.cit.*, s. 214.

Rozwijający się przemysł korzystał z ochrony państwowej w postaci ceł protekcyjnych, restrykcji co do wolumenu importu oraz rozwiązań legislacyjnych niekorzystnych dla inwestorów zagranicznych. Te czynniki wraz z niepewną w oczach obcego kapitału sytuacją polityczną oznaczały właściwie brak konkurencji na rynku wewnętrznym. Z drugiej strony, rząd w ogóle nie wspierał ekspansji przemysłu rodzimego na rynkach zagranicznych.

2.2. Program reform społecznych

Program społeczny był rozszerzeniem reform junty. Związki zawodowe, jako polityczne zaplecze peronizmu, miały ogromny wpływ ma politykę socjalną państwa, która opierała się na wzroście wynagrodzeń pieniężnych – w latach 1946-48 realne płace wzrosły o 62%[23]. Związki doprowadziły także do ustalenia cen maksymalnych na artykuły podstawowe i zamrożenia czynszów. Kolejną cechą polityki społecznej była redystrybucja dochodów na rzecz klasy robotniczej. Wprowadzono zasiłki: dla bezrobotnych, trzymiesięczny chorobowy, rodzinny, emerytalny oraz płatne miesięczne wakacje, drugi dzień wolny w tygodniu. Obniżano także wiek emerytalny – dla kobiet z 55 do 50 lat, dla mężczyzn z 60 do 55. W lutym 1947 roku uchwalono deklarację praw robotników, która gwarantowała m.in. prawo do pracy w godnych warunkach, sprawiedliwe wynagrodzenie, ubezpieczenia, ochronę zdrowia.

Doniosłą rolę propagandową odgrywała utworzona w 1948 roku *Fundacja Pomocy Społecznej* Marii Evy Duarte de Peron (od 1949 roku – *Fundacja Evy Peron*), zajmująca się rozdawnictwem odzieży i żywności, masowym budownictwem mieszkaniowym dla robotników (akcja „Jeden dom co 8,5 minuty"), budową sierocińców, domów starców, szpitali, szkół. Fundacja uzyskiwała dochody z datków związkowców, od rządu, korporacji, indywidualnych dobroczyńców i z loterii państwowej. Zatrudniała 14 tysięcy ludzi, a jej aktywa liczyły rokrocznie około 200 mln dolarów[24]. Instytucja ta nie płaciła podatków ani nie prowadziła rejestrów, co doprowadzało do nadużyć i niegospodarności.

Rząd prowadził również aktywną politykę oświatową – do 1950 roku zbudowano 4 tys. nowych szkół[25]; rozwijano szkolnictwo techniczne i rolnicze; zniesiono czesne na uniwersytetach.

Na płaszczyźnie ideologicznej doktryną peronizmu było *justicialismo* – zasada sprawiedliwości społecznej i ugody klasowej.

2.3. Okres wzrostu gospodarczego

Początkowe lata rządów Juana D. Perona to okres szybkiego wzrostu gospodarczego. Był on krótkotrwałym rezultatem zastosowanych instrumentów polityki gospodarczej i społecznej, a także doskonałej koniunktury międzynarodowej. Dzięki dostępności kredytów, inwestycjom rządowym oraz zwiększaniu popytu wewnętrznego, przyrost PKB w latach 1946-48 wynosił średnio 6,4% rocznie[26], a produkcja przemysłowa zwiększyła się o 29%[27], przy czym *gros* wzrostu przypadało na przemysł lekki, przy wciąż utrzymującym się niedostatecznym rozwoju przemysłu ciężkiego. Dlatego też konieczny był import dóbr kapitałowych, paliw, a w początkowej fazie, gdy przyrost popytu nie mógł być zaspokajany przez produkcję własną, również dóbr konsumpcyjnych. Bilans handlu zagranicznego był dodatni, ale presja inflacyjna była ograniczona dzięki systemowi zróżnicowanych kursów waluty[28]. Zamknięcie gospodarki zredukowało jej zewnętrzne uzależnienie[29].

---

[23] Żuławska U., *op.cit.*, brak paginacji.
[24] Foss C., *Juan i Evita Peron*, Warszawa 2001, s. 63.
[25] Łepkowski T., *op.cit.*, s.251.
[26] *Ibidem*, s. 250.
[27] Diaz-Alejandro C.F., *An interpretation of Argentine economic growth since 1930*, New Haven 1967, s. 157.
[28] Żuławska U., *op.cit.*, brak paginacji.
[29] Veganzones M.A., Winograd C., *op.cit.*, s. 34.

3. Sytuacja gospodarcza i polityczna w latach 1949-55

3.1. Stagnacja i deficyt dewizowy

Już w 1949 roku wystąpiły objawy stagnacji wywołane ubocznymi skutkami programu gospodarczego i społecznego J.D. Perona. Przede wszystkim, do tego czasu wyczerpane zostały rezerwy walutowe. Było to spowodowane koniecznością importu dóbr kapitałowych, a nawet konsumpcyjnych przy cłach protekcyjnych, co finansowane było z tych właśnie rezerw oraz niekorzystnymi z ekonomicznego punktu widzenia nacjonalizacjami. Do deficytu dewizowego przyczyniło się pogorszenie w 1949 roku koniunktury na artykuły rolne. Znacznie zmalały wpływy z eksportu – skurczył się on na skutek zwiększonego popytu wewnętrznego i spadku cen na rynkach światowych. Wartość eksportu nie przekraczała w tamtym okresie 9% PKB[30] (dla porównania, w latach 1925-29 stanowiła 50% PKB[31]). Z drugiej strony, rząd nie wspierał eksportu dóbr przemysłowych, co mogłoby zrównoważyć ujemny bilans płatniczy.

Wielkim problemem był również chroniczny, a co gorsza – strukturalny deficyt budżetowy, wywołany wzrostem wydatków publicznych – głównie bieżących, a nie inwestycji, które latach 1945-55 stanowiły jedynie 39,4%[32] wydatków budżetowych. Deficyt finansowany był z pożyczek, co zwiększało presję inflacyjną[33]. Znacznie wzrosło również zatrudnienie w administracji.

Zamknięcie gospodarki wywołało negatywne skutki, odcinając Argentynę od nowoczesnej technologii i pozbawiając rodzime przedsiębiorstwa konkurencji zagranicznej – bodźca stymulującego rozwój. W sektorze państwowym mnożyły się nadużycia, fałszerstwa i marnotrawstwo funduszy.

Wymienione wyżej czynniki spowodowały znacznie niższy średni roczny przyrost PKB w latach 1950-55 – 2,5%[34] (w przeliczeniu na jednego mieszkańca – 0,5%[35]). Ekspansywna polityka fiskalna i płacowa w latach 1946-48 zwiększyła presję inflacyjną, co objawiło się w latach 1949-55 inflacją rzędu 20,2% w skali roku[36]. Polityka industrializacji, w myśl której największy nacisk kładziono na przemysł lekki (który choć już wcześniej dobrze rozwinięty, był chroniony cłami), a zaniedbywano produkcję paliw i dóbr kapitałowych, oceniana jest jako wielki błąd peronizmu[37]. Ponieważ praktycznie jedynym źródłem dewiz był eksport płodów rolnych (produkcja przemysłowa zaspokajała rynek wewnętrzny), katastrofalne susze, które nawiedziły Argentynę na początku lat 50-tych groziły państwu kryzysem płatniczym.

3.2. Zmiana dotychczasowej polityki gospodarczej i odsunięcie Perona od władzy

Przełom lat 40-tych i 50-tych był okresem stopniowego wprowadzania zmian w dotychczasowej polityce. Najpoważniejszym problemem był w owym czasie spadek dochodów z eksportu i, co z tym związane, groźba kryzysu płatniczego. Dlatego też, począwszy od 1950 roku, IAPI zaczął

---

[30] Łepkowski T.; *op. cit.*, s. 250.
[31] Veganzones M.A., Winograd C.,; *op. cit.*, s. 26.
[32] Diaz-Alejandro C.F.; *op. cit.*, s. 162.
[33] *Ibeidem*, ss. 165-166.
[34] Solimano A., *Development cycles, political regimes and international migration: Argentina in the twentieth century,* Helsinki 2003, s. 25.
[35] *Ibidem*, s. 25.
[36] Taki poziom inflacji może wydawać się niski, szczególnie biorąc pod uwagę, że w latach 1939-48 wynosił średnio 11,4% w skali roku. W tamtym okresie było to jednak odzwierciedleniem światowych tendencji (w USA – 8,5%); natomiast w latach 1949-55 Argentyna była wśród rozwiniętych krajów raczej wyjątkiem (w USA inflacja nie przekraczała wtedy 1%). Zob. Diaz-Alejandro C.F., *op.cit.*, s. 166.
[37] Dla porównania: stosunek wartości dóbr importowanych do konsumowanych w kraju w latach 1935-39 i 1945-49, w przypadku odzieży wynosi odpowiednio 0,31 i 0,10, a w przypadku paliw 0,16 i 0,20; Diaz-Alejandro C.F., *op. cit.*, s. 158, 175.

płacić producentom płodów rolnych ceny wyższe od uzyskanych za granicą. W ciągu kolejnych trzech lat wolumen produkcji rolnej wzrósł o 23,1%[38].

Nastąpiła również całkowita zmiana frontu polityki rządowej wobec przemysłowców. W celu rozbudowy przemysłu wydobywczego i ciężkiego podejmowano po 1950 roku liczne kroki dla przyciągnięcia kapitału zagranicznego – zliberalizowano przewóz maszyn i urządzeń oraz transfery zysków i zmniejszono restrykcje celne. W 1953 roku uchwalono ustawę o inwestycjach zagranicznych oferującą liczne udogodnienia podatkowe. Przyciągnięciu inwestorów służyć miało odejście od populistycznej retoryki i silnej interwencji państwa. Dzięki niezwykle korzystnym warunkom, liczne firmy ulokowały w Argentynie swoje inwestycje, głównie w przemyśle metalowym, samochodowym, chemicznym (np. *California Petroleum Co.*, *Mercedes Benz*, *Squibb*).

Na 1949 rok datuje się początki polityki antyinflacyjnej. Zaczęto redukować wydatki publiczne i stopniowo wycofywać się keynesowskiego podejścia do budżetu: nastąpiło odejście od polityki taniego pieniądza i wprowadzanie restrykcji kredytowych.

Rząd przestał również jednoznacznie popierać żądania związkowców, a nawet dążył do osłabienia związków zawodowych. Na dwa lata zamrożono płace, co wywołało falę strajków. W połowie lat pięćdziesiątych Peron nie miał już jednoznacznej wizji rozwoju gospodarki. Jego posunięcia miały charakter koniunkturalny i doraźny – zależały od nastrojów społecznych. Zmuszony groźbą strajku generalnego, podniósł robotnikom pensje i starał się nie dopuścić do spadku poziomu płac realnych[39]. Skutkiem tego było przejście przemysłowców do opozycji. Wypowiedzi i reformy prezydenta stały się bardzo radykalne, czym antagonizował kolejne grupy społeczne – Kościół (wprowadzenie rozwodów, legalizacja prostytucji, usuniecie religii ze szkół), wojskowych (pogłoski, że Peron zamierza uzbroić milicję robotniczą), nacjonalistów (bardzo korzystne prawo dla zagranicznych inwestorów). W obliczu tych zdarzeń, w opozycji do Perona stały niemal wszystkie grupy społeczne. Prezydent cieszył się jedynie nikłym poparciem związków zawodowych, których uwielbienie dla reżimu znacznie zmniejszyło się po śmierci Evy Peron w lipcu 1952 roku. Dlatego też 15 września 1955 roku, po niemal 10 latach rządów, Juan Domingo Peron został odsunięty od władzy w wyniku zamachu stanu zorganizowanego przez marynarkę wojenną. Tym razem robotnicy nie wyszli na ulice w geście poparcia...

Zakończenie

Zastosowane przez Juana Perona instrumenty polityki gospodarczej i społecznej stanowią jeden z ciekawszych eksperymentów w dziejach. Dyktator próbował pogodzić komunistyczny (*vide* monopolizacja handlu zagranicznego, gospodarka centralnie planowana) i kapitalistyczny (wsparcie dla kapitału prywatnego) model gospodarki. Omawiany okres jego rządów wymyka się jednoznacznej ocenie. Z perspektywy państwa okazał się porażką – doprowadził jeden z najbogatszych krajów świata, dysponujący ogromnymi rezerwami dewizowymi, na skraj kryzysu płatniczego i podkopał jego pozycję w oczach kapitału zagranicznego. Z punktu widzenia ziemiaństwa peronizm był przekleństwem – zrujnował wielu arystokratów; w swej „krucjacie przeciw oligarchii" Peron posunął się do tego stopnia, że doprowadził do drastycznego spadku produkcji rolnej i eksportu. Jednak dla milionów robotników peronizm stanowił szansę na awans społeczny, a sam dyktator, zaś w jeszcze większym stopniu Evita, stali się symbolem lepszego jutra – praktycznie zlikwidowano bezrobocie, znacznie podniesiono płace i, co za tym idzie, poziom

[38] Ferrer A., *op.cit.*, s. 296.
[39] Żuławska U., *op.cit.*, brak paginacji.

życia, objęto biednych świadczeniami społecznymi. Przede wszystkim jednak przywrócono robotnikom godność.

Ocena działalności Perona również pozostaje ambiwalentna również dla Autora, szczególnie biorąc pod uwagę jej długofalowe konsekwencje gospodarcze i polityczne – destabilizację państwa, wciąż pojawiające się deficyty dewizowe, roszczeniowo nastawione społeczeństwo czy hiperinflację. Peron popełnił wiele błędów, wśród nich doprowadzenie do ucieczki kapitału zagranicznego, zubożenia producentów rolnych, wielkie i marnotrawiące środki inwestycje publiczne, jednakże dał milionom szansę na awans społeczny. Ocena zależy od tego, przez jaki pryzmat jej dokonujemy – gospodarki czy człowieka.

Bibliografia

1. Adams J., *Liberators and Patriots of Latin America: Biographies of 23 Leaders from Dona Marina (1505-1530) to Bishop Romero (1917-1980)*, Jefferson 1991;
2. Alexander R, Porter C., *The Struggle for Democracy in Latin America*, New York 1961;
3. Alexander R., *Juan Domingo Peron. A history*, Boulder 1979;
4. Alexander R., *Labor Relations in Argentina, Brazil, and Chile*, New York 1962;
5. Alexander R., *Prophets of the Revolution, Profiles of Latin American Leaders*, New York 1962;
6. *An economic history of twentieth-century Latin America*, red. E. Cardenas, t.3, *Industrialization and the state in Latin America*; Palgrave 2000;
7. Bailey H., Miller H., Nasatir A.P., *Dzieje Ameryki Łacińskiej*, Warszawa 1965;
8. Barnes J., *Evita*, Warszawa 1997;
9. Benham F., *A Short Introduction to the Economy of Latin America*, Oxford 1961;
10. Blumberg A., *Great Leaders, Great Tyrants? Contemporary Views of World Rulers*, Westport 1995;
11. Bossert T., Klarén P., *Promise of Development: Theories of Change in Latin America*, Boulder 1986;
12. Brown J., *Workers' Control in Latin America, 1930-1979*, Chapel Hill 1997;
13. Burks K., Schmitt K., *Evolution or Chaos: Dynamics of Latin American Government and Politics*, Westport 1963;
14. Bylina W., *„Nagły odruch" w Argentynie [Sytuacja polityczna]*, „Trybuna Wolności", nr 40 (1955), s. 9;
15. Canak W., *Lost Promises: Debt, Austerity, and Development in Latin America*; Boulder 1989;
16. Carasales J., *National security concepts of states: Argentina*, New York 1992;
17. Chaffee W., *The Economics of Violence in Latin America: A Theory of Political Competition*, Westport 1992;
18. Chalmers D., Vilas C., *The New Politics of Inequality in Latin America: Rethinking Participation and Representation*, Oxford 1997;
19. Chasteen J., Donghi T., *The Contemporary History of Latin America*, Durham 1993;
20. Conniff M., *Populism in Latin America*, Tuscaloosa 1999;
21. Corbo V., *Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej*, Warszawa 2002;
22. Corradi J., *The Fitful Republic: Economy, Society, and Politics in Argentina*, Boulder 1985;
23. *Crafting labor policy: techniques and lessons from Latin America*, red. I.S. Gill, Nowy Jork; 2002;
24. Diaz-Alejandro C.F., *An interpretation of Argentine economic growth since 1930*, New Haven 1967;
25. Dobrzycki W., *Stosunki międzynarodowe w Ameryce Łacińskiej: historia i współczesność*, Warszawa 2000 ;

26. Domosławski A., *Gorączka latynoamerykańska*, Warszawa 2004;
27. *Dzieje Ameryki Łacińskiej od schyłku epoki kolonialnej do czsów współczesnych*, red. T. Łepkowski, t. 3; Warszawa 1977;
28. *Evita Peron*, red. J.F. Febvrel, Warszawa 2000;
29. Ferrer A., *Gospodarka Argentyny. Etapy rozwoju. Aktualne problem*, Warszawa 1969;
30. Fillol T., *Social Factors in Economic Development: The Argentine Case*, Cambridge (Mass) 1961;
31. Fitch J., Lowenthal A., *Armies and Politics in Latin America*, New York 1976;
32. Foders F., *Die ökonomische und wirtschaftspolitische Entwicklung Lateinamerikas nach dem Zweiten Weltkrieg*, Köln 2001;
33. Forrin M., Martz J., *Latin-American Political Thought and Ideology*, Chapel Hill 1970;
34. Foss C., *Juan i Evita Peron*, Warszawa 2001;
35. Fowler W., *Ideologues and Ideologies in Latin America*, Westport 1997;
36. Galenson W., *Labor in Developing Economies*, Berkeley 1962;
37. Godziemba A., *Przegrana Perona [Stosunki w Argentynie]*, „Tygodnik Powszechny", nr 41 (1955), s. 2;
38. Greenfield G., Maram S., *Latin American Labor Organizations*; Westport 1987;
39. Gross L., *Handbook of Leftist Guerrilla Groups in Latin America and the Caribbean*, Boulder 1995;
40. Halperin D.J., *Politics, economics and society in Argentina in the revolutionary period*, Cambridge 1975;
41. Hodges D., *The Latin American Revolution: Politics and Strategy from Apro-Marxism to Guevarism*, New York 1974;
42. Istner F., *Upadek Perona i obecna sytuacja w Argentynie*, „Trybuna Ludu", nr 290 (1955), s. 4;
43. Juarez C., *Argentyna bez Perona,* „Widnokręgi", nr 12 (1955), s. 72-80;
44. Kantor H., Wiarda H., *Latin American Politics and Development*, Boulder 1996;
45. Keen B., *Readings in Latin-American Civilization: 1492 to the Present*, Boston 1955;
46. Kennedy J., *Catholicism, Nationalism, and Democracy in Argentina*, Notre Dame 1958;
47. Kline H., Wynia G., *Argentina: Illusions and Realities*, New York 1992;
48. Krasicki I., *Evita, Izabelita i caudillo*, Warszawa 1997;
49. Lechicki B., *W Argentynie bez zmian*, „Widnokręgi", nr 26 (1955), s.1;
50. Lewis P., *The Crisis of Argentine Capitalism,* Chapel Hill 1990;
51. Lipset S., *Political Man: The Social Bases of Politics*, Garden City 1960;
52. Luliński D., *Ustąpienie Perona [Bunty w Argentynie]*, „Trybuna Ludu", nr 262 (1955), s. 2;
53. Mallon R., Sourrouille J., *Economic policymaking in a conflict society: the Argentina case*, Cambridge (Mass) 1975;
54. Malloy J., *Authoritarianism and Corporatism in Latin America*, Pittsburgh 1977;
55. Milcarz S., *Republika Argentyńska*, Warszawa 1977;
56. Morawski W., *Kronika kryzysów gospodarczych*, Warszawa 2003;
57. Needler M., *Latin American Politics in Perspective*, Princeton 1967;
58. Omiljanowicz A., *Argentyńska mozaika*, Warszawa 1984;
59. Paolera G., Taylor A.M., *Economic recovery from the Argentinian great depression: institutions, expectations and the change of macroeconomic regime*, bmw 1998;
60. Peralta-Ramos M., *The Political Economy of Argentina: Power and Class since 1930*, New York 1992;
61. Perón J.D., *Perónist Doctrine*, Buenos Aires 1952;
62. Pierce R., *Keeping the Flame: Media and Government in Latin America*, New York 1979;
63. Pike F., *Freedom and Reform in Latin America*, Notre Dame 1959;
64. Ramos M., Waisman C., *From Military Rule to Liberal Democracy in Argentina*, Boulder 1987;
65. Randall L., *An economic history of Argentina in the twentieth century*, New York 1978;

66. Reiner S., *Evita Peron. Madonna Argentyny*, Warszawa 1997;
67. Rippy J., *Latin America: A Modern History*, Ann Arbor 1958;
68. Ritter A., Cameron M., Pollock D., *Latin America to the Year 2000: Reactivating Growth, Improving Equity, Sustaining Democracy*, Westport 1992;
69. Rock D., *Argentina in the Twentieth Century*, Pittsburgh 1975;
70. Rómmel W., *Argentyna*, Warszawa 1972;
71. Rómmel W., *Co się stało w Argentynie? [Sytuacja polityczna]*, „Tygodnik Demokratyczny”, nr 39 (1955), s. 4;
72. Rómmel W., *Peronizm – próba oceny*, Warszawa 1975;
73. *Rozkład gospodarki narodowej Argentyny*, „Życie Gospodarcze”, nr 6 (1952), s. 321-323;
74. Sachs I., *Argentyna na rozdrożu*, „Życie Warszawy”, nr 221 (1955), s. 2;
75. Sachs I., *Peron odszedł – peso zwyżkuje na giełdzie*, „Świat”, nr 39 (1955), s. 2-3;
76. Sachs I., *Po upadku Perona [Sytuacja polityczna w Argentynie]*, „Życie Warszawy”, nr 263 (1955), s. 2;
77. Sachs I., *Uwagi w sprawie struktury gospodarczej Ameryki Łacińskiej*, „Życie Warszawy” nr 2 (1955), s. 107-122;
78. Sawers L., *The Other Argentina: The Interior and National Development*, Boulder 1996;
79. Smith P., *Argentina and the failure of democracy. Conflict among political elites 1904-1955*, Madison 1974;
80. Solimano A., *Development cycles, political regimes and international migration: Argentina in the twentieth century*, Helsinki 2003;
81. Speller R., *Argentina: a nation at the crossroad of myth and reality*, New York 1979;
82. Stark H., *Social and Economic Frontiers in Latin America*, Duuque 1963;
83. Szot Z., *Argentyna*, Warszawa 1992;
84. Szulc T., *The Winds of Revolution: Latin America Today and Tomorrow*, Westport 1963;
85. Taylor J., *Evita Peron. The myths of a woman*, Oxford 1979;
86. *The World Bank, Argentina: reforms for price stability and growth*; Waszyngton 1990;
87. Thorp R., *Inflation and Stabilization in Latin America*, New York 1979;
88. Troncoso M., *The Rise of the Latin American Labor Movement*, New Haven 1962;
89. Veganzones M.A., Winograd C., *Argentina in the 20th century: an account of long-awaited growth*, Paris 1997;
90. Waldmann P., *Der Peronismus 1943-1955*, Hamburg 1974;
91. Wassermann U., *Kraj Srebrnej Rzeki. Argentyna współczesna*, Warszawa 1958;
92. Weaver F., *Latin America in the World Economy: Mercantile Colonialism to Global Capitalism*, Boulder 2000;
93. Whitaker U., *The US and the southern cone: Argentina, Chile and Uruguay*, Cambridge (Mass) 1976;
94. Wiadra H., *Politics and Social Change in Latin America: Still a Distinct Tradition?*, Boulder 1992;
95. Żuławska U., *Strategie rozwoju gospodarczego Argentyny*, Warszawa 1987;

red. Tomasz Wersocki*

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej w dniu 23 kwietnia 2007 r.

Rada postanowiła podnieść stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych:

- stopa referencyjna 4,25% w skali rocznej;
- stopa lombardowa 5,75% w skali rocznej;
- stopa depozytowa 2,75% w skali rocznej;
- stopa redyskonta weksli 4,50% w skali rocznej.

Nowoopublikowane dane na temat wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych pokazują, że w IV kwartale 2006 roku wyniósł on 2,5%, co było pozytywnym zaskoczeniem, jako że okazał się o 0,3 pp wyższy od prognozowanego. Wstępne szacunki dotyczące wzrostu gospodarczego w I kwartale 2007 roku wynoszą 1,8%. Inflacja w marcu wyniosła 0,6% (od trzech miesięcy wykazuje tendencję wzrostową), a PPI[1] wynosi 1%, co wskazuje na presję inflacyjną. Wzrost produkcji przemysłowej, który w lutym wyniósł 1%, nie utrzymał się w marcu – produkcja spadła o 0,2%. Stopa bezrobocia oscyluje wokół poziomu 4,4%. Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej wzrosła o 0,4 pp w porównaniu do ub. miesiąca i wynosi 0,7%. Bilans w handlu zagranicznym wynosi -58,4 mld dolarów i jest mniejszy od oczekiwanego aż o 1,9 mld dolarów.

Sytuacja ekonomiczna państw Europy Środkowej jest dobra. Stopa bezrobocia w Czechach, na Węgrzech i na Słowacji wynosi odpowiednio 7,3%, 7,5% i 8,3%. Wzrost gospodarczy był zróżnicowany w poszczególnych państwach: w IV kwartale 2006 roku wyniósł on na Słowacji 8,3%, w Czechach 5,8%, a na Węgrzech tylko 3,8%. Nie obserwujemy przy tym poważnego zagrożenia inflacyjnego w regionie. Słowacja nie odnotowała wzrostu inflacji w marcu, CPI[2] w Czechach wyniósł 0,3%, zaś na Węgrzech 0,8%. Produkcja przemysłowa r/r wzrosła na Słowacji i Czechach o średnio 15,5%. Jedynie Węgry, przy poziomie 11%, nie wyprzedziły Polski w tempie wzrostu produkcji przemysłowej.

Gospodarki krajów strefy euro w IV kwartale 2006 roku rozwijały się w tempie 3,3% r/r, a prognozy wskazują na to, że w I kwartale 2007 roku tempo to może zostać utrzymane. Tempo wzrostu produkcji przemysłowej w marcu wzrosło do 4,1% (z 3,7% w lutym), a sprzedaż detaliczna w lutym do 1,2% (z 0,1% w styczniu). Nowych miejsc pracy przybywa w tempie 7,3% rocznie. Jednocześnie inflacja w marcu wzrosła o 0,1 pp do 1,9%, co mieści się w przedziale prognozy Europejskiego Banku Centralnego na rok 2007. W związku z tym EBC pozostawił stopy na niezmienionym poziomie, 3,75%.

W Wielkiej Brytanii odnotowano w marcu wzrost inflacji do 3,1% (najwyższy poziom od 10 lat) i wzrost PPI do 2,7%. Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w marcu wyniosło 4,8% (4,9% w lutym i 3,3% w styczniu). PKB w Chinach w I kwartale 2007 roku wzrósł o 11,1% (wobec prognozowanych 10,4%), a inflacja wzrosła do 3,3% w skali roku.

---

* Tomasz Wersocki – student IV roku Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Zainteresowania naukowe koncentrują się wokół zagadnień z zakresu polityki makroekonomicznej oraz kryzysów bankowych. Kontakt do Autora w Stopce redakcyjnej.

[1] Producer Price Index.

[2] Consumer Price Index.

Według wstępnych danych GUS produkcja sprzedana przemysłu[3] po wyeliminowaniu wpływu zmian cen była w marcu br. o 11,3% wyższa niż przed rokiem i o 14,7% wyższa niż w lutym br. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja sprzedana ukształtowała się na poziomie o 13,3% wyższym niż w analogicznym miesiącu ub. roku i o 1,7% wyższym niż w lutym br.

Produkcja budowlano-montażowa[4] (w cenach stałych) była w marcu br. wyższa o 39,1% niż przed rokiem i o 19,0% wyższa niż w lutym br. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa ukształtowała się na poziomie o 27,4% wyższym niż w marcu ub. roku i o 1,9% – niż w lutym br.

W lutym 2007 roku spadła liczba bezrobotnych oraz stopa bezrobocia. Na koniec miesiąca liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy wyniosła 2331,1 tys. osób, co przełożyło się na stopę bezrobocia w wysokości 14,9%. Jest to mniej niż przed miesiącem (15,1%), a także w analogicznym okresie ub. roku (18,0%). Liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych była mniejsza niż w styczniu, wzrosła natomiast liczba bezrobotnych wyrejestrowanych z ewidencji urzędów pracy. W lutym 2007 roku do urzędów pracy zgłoszono więcej ofert pracy niż w styczniu oraz więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Wielkość zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w marcu 2007 roku wyniosła 5088,8 tys. osób, tj. o 0,4% więcej niż przed miesiącem oraz o 4,5% więcej niż w analogicznym okresie ub. roku. W IV kwartale 2006 roku liczba wolnych miejsc pracy wyniosła 242 tys., co oznacza spadek o 22,7% w stosunku do poprzedniego kwartału i wzrost o 25,4% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw bez wypłat nagród z zysku wyniosło w marcu 2007 roku 2846,30 zł, czyli o 6,0% więcej niż przed miesiącem oraz o 8,9% więcej niż w analogicznym okresie ub. roku. Jest to także najwyższy wzrost wynagrodzeń od 6 lat. Marcowy wzrost należy raczej wiązać z nadwyżką popytu na pracę w niektórych branżach. Emigracja pracowników skutkuje znacznym wzrostem płac m.in. w budownictwie oraz branży meblarskiej i maszynowej.

Od ostatniego posiedzenia *GC RPP* rynek terminowych stóp procentowych wyraźniej oczekuje podwyżki stóp procentowych o 25 pb w najbliższym kwartale (najsilniejsze oczekiwania w pierwszych dwóch miesiącach) i o 50 pb w ciągu 3 najbliższych kwartałów.

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie po zeszłomiesięcznej korekcie powrócił okres hossy. Wszystkie indeksy pobiły nowe rekordy i powróciły na ścieżkę długookresowego trendu wzrostowego. Najbardziej dynamiczny wzrost odnotowały ceny akcji spółek sektora budowlanego i informatycznego. Po ostatnim okresie niepewności nastroje uczestników rynku wyraźnie poprawiły się. Siłą napędową ostatnich wzrostów było podwyższenie oceny sytuacji ekonomicznej Polski przez agencję *Standard & Poor's* (do A-) oraz decyzja o przyznaniu Polsce prawa organizacji Mistrzostw Europy w piłce nożnej w roku 2012. W związku z tym obecne wyceny wydają się być przeszacowane i można oczekiwać odpowiedniej korekty, nie wcześniej jednak niż w okresie publikacji sprawozdań finansowych za I kwartał br.

Po gwałtownych spadkach na przełomie lutego i marca, na głównych światowych parkietach rynku kapitałowego w ciągu ostatniego miesiąca trwały wzrosty (poza giełdą w Japonii). Optymistyczne nastroje inwestorów w Stanach Zjednoczonych wynikają tylko z dobrych wyników notowanych spółek i braku publikacji istotnych danych makroekonomicznych w ostatnim czasie. Jednak

[3] W przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób.
[4] Obejmująca roboty o charakterze inwestycyjnym i remontowym, zrealizowana na terenie kraju przez przedsiębiorstwa budowlane o liczbie pracujących powyżej 9 osób.

na globalne wyniki na rynkach kapitałowych negatywny wpływ może mieć presja na podwyżkę stóp procentowych w Azji[5].

W związku w wyjątkowymi wynikami na giełdzie, w marcu padł kolejny rekord wartości aktywów zgromadzonych w polskich funduszach inwestycyjnych (117,3 mld zł na koniec marca). Równocześnie wzrost wartości aktywów m/m (o 8,9%) był najwyższy od grudnia 2002 roku. Rośnie znaczenie aktywnych form oszczędzania, co znajduje odzwierciedlenie w zmianie struktury oszczędności gospodarstw domowych na korzyść funduszy inwestycyjnych.

Na rynku kredytów największą dynamikę wykazują kredyty na nieruchomości. Jest to jedyna kategoria, której udział w całej puli kredytów wzrósł w ujęciu rocznym w lutym 2007 roku – o 5,84 pp. Następuje dalsze łagodzenie warunków i kryteriów przyznawania kredytów w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrost popytu na kredyt w tym sektorze. Stwarza to warunki do dalszego przyspieszenia tempa wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw w bankach komercyjnych. Rosnący popyt na kredyty długoterminowe sugeruje przyspieszanie tempa wzrostu inwestycji w przyszłości. Wolumen zadłużenia gospodarstw domowych w sektorze bankowym powinien wzrastać w mniejszym tempie niż w poprzednich okresach. Przyczyną wzrostu zainteresowania kredytami na cele mieszkaniowe są oczekiwania na dalszy wzrost cen na rynku mieszkaniowym oraz poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych.

Wykonanie budżetu państwa w marcu 2007 roku było zadowalające. W marcu dochody były wyższe od planowanych o około 280 mln zł, a w pierwszym kwartale – o prawie 430 mln. Dochody w tym okresie wyniosły 24,3% planu, co stanowiło o 0,2 pp większe wykonanie niż w ubiegłym roku. W pierwszym kwartale br. wykonano wydatki na poziomie 23,4% planu założonego w ustawie budżetowej (o 1,4 pp mniej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego). Zmniejszenie nastąpiło we wszystkich głównych grupach wydatków, w szczególności na obsługę długu krajowego.

Od początku roku wydatki przekroczyły dochody o 4,8 mld zł[6], co stanowi 16,1% planu założonego w ustawie i jest mniejsze w stosunku do planu w harmonogramie o 5,9 pp oraz o 13,3 pp w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Dotychczasowa realizacja budżetu państwa świadczy o tym, że możemy spodziewać się mniejszego deficytu niż planowano w ustawie budżetowej. Dobra sytuacja jest rezultatem szybszego niż zakładano w uzasadnieniu do ustawy budżetowej na 2007 rok wzrostu PKB.

Wzrost gospodarczy wspierany jest dodatkowo przez środki z Unii Europejskiej. W okresie od stycznia do lutego 2007 roku otrzymaliśmy z budżetu UE 127 mln euro netto, czyli o 124 mln euro więcej niż przed rokiem. Przyczyną tej sytuacji jest wysoki poziom transferów z UE, które wzrosły o 81,9% w stosunku do roku ubiegłego[7].

Łączna sprzedaż obligacji detalicznych w marcu wyniosła 129,9 mln zł i była niższa o 38% niż w poprzednim miesiącu. Rentowność obligacji 2-letnich o stałym oprocentowaniu (DOI) w ciągu ostatnich trzech miesięcy utrzymywała się na niezmienionym poziomie i wynosiła 4,0% w skali roku. Podobnie niezmienna była rentowność 10-letnich obligacji emerytalnych (EDO) – 5,75% w skali roku.

Od ostatniego spotkania *GC RPP* na rynku bonów skarbowych wyemitowano bony 52-tygodniowe o wartości 1,8 mld zł. W tym okresie wykupiono również bony skarbowe na kwotę 2 mld zł. Nowe

[5] Podwyżkę stóp procentowych zapowiedziały władze monetarne Chin.
[6] W Harmonogramie dochodów i wydatków budżetu państwa na 2007 rok planowano 6,6 mld zł deficytu.
[7] Liczone w euro.

emisje bonów są mniejsze od poprzednich, co jest wynikiem polityki rządu zmierzającej do ograniczenia krótkoterminowego zadłużenia państwa.

Wzrosła średnia rentowność nowych bonów skarbowych i wyniosła ona odpowiednio dla kolejnych przetargów 4,373% oraz 4,419% w skali roku, podczas gdy wykupowany dług charakteryzował się stopą rentowności na poziomie, odpowiednio 3,994% oraz 3,966% w skali roku.

Na koniec marca 2007 roku podaż pieniądza w ujęciu M3 wyniosła 492,7 mld zł. Mimo, iż na przestrzeni tego miesiąca odnotowano spowolnienie przyrostu wartości tego agregatu (o 0,5 pp m/m), to przyrost w ujęciu rocznym kształtował się na poziomie 18%. Za wzrost wartości podaży pieniądza odpowiadało zwiększenie się wartości aktywów krajowych netto z 319,7 mld zł do 327,2 mld zł, co było wynikiem przyrostu wartości kredytów udzielonych gospodarstwom domowym, przy jednoczesnym spadku wielkości aktywów zagranicznych netto ze 170,9 mld zł do 165,5 mld zł.

Na przestrzeni miesiąca od ostatniego posiedzenia *GC RPP* polska waluta znajdowała się w wyraźnym trendzie wzrostowym, zyskując na wartości w stosunku do euro, dolara i funta szterlinga odpowiednio o 1,96%, 3,74% oraz 2,23%[8]. Aprecjacja złotego jest efektem pozytywnych sygnałów płynących z polskiej gospodarki, świadczących o kontynuacji jej szybkiego wzrostu oraz niedawnej informacji o przyznaniu Polsce i Ukrainie praw do organizowania Mistrzostw Europy w piłce nożnej w 2012 roku.

W lutym 2007 roku Polska odnotowała ujemne saldo bilansu płatniczego w wysokości 2,8 mld zł, na które w znacznym stopniu wpłynęło ujemne saldo bilansu obrotów bieżących wynoszące 1,7 mld zł. Struktura tego ostatniego pozostaje wciąż niezmienna – Polska wykazuje ujemne saldo obrotów towarowych (236 mln zł) oraz saldo dochodów (2,98 mln zł), natomiast dodatnie pozostają saldo usług (424 mln zł) i saldo transferów bieżących (1,14 mln zł). Luty charakteryzował się również ujemnym saldem obrotów kapitałowych w wysokości 292 mln zł, co było skutkiem odpływu kapitału portfelowego w postaci sprzedaży na dużą skalę polskich obligacji Skarbu Państwa przez nierezydentów. Wysoka wciąż pozostaje wartość zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce – wyniosły one 3,55 mln zł.

W ujęciu rocznym poziom cen w marcu podniósł się o 2,5% – o 0,6 pp więcej niż w lutym. W skali miesiąca inflacja wyniosła 0,5%. Wskaźnik ukształtował się powyżej oczekiwań i osiągnął cel inflacyjny Narodowego Banku Polskiego. Do jego wzrostu w największym stopniu przyczyniła się zwyżka cen żywności i napojów bezalkoholowych (o 4,3% r/r) oraz towarów i usług związanych z użytkowaniem mieszkania (o 3,6%, w tym nośniki energii o 5,1%). Paliwa były w marcu 2007 roku o 4% droższe niż przed rokiem i aż o 4,9% niż w lutym br., co znalazło odzwierciedlenie we wzroście cen usług związanych z transportem (o 2% w ujęciu rocznym i o 2,5% w porównaniu z lutym). Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i paliw wyniosła w marcu 1,7%, co jest najwyższą wartością od kwietnia 2005 roku i wpisuje się w panującą od ponad roku tendencję rosnącą. Sugeruje to zagrożenie dla stabilności cen ze strony czynników innych niż odwracalne szoki podażowe.

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu wyniosła w marcu, według wstępnych danych, 3,5%. Największy wzrost zanotowano w górnictwie – o 8,4% oraz w sekcji wytwarzania i zaopatrywania w wodę, gaz i energię elektryczną – o 5,2%. W przetwórstwie przemysłowym ceny wzrosły w skali roku o 2,9%. Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej ukształtował się w marcu na poziomie 5,6%.

[8] Stan na 20 kwietnia 2007 roku.

Oczekiwania inflacyjne formułowane w lutym 2007 wskazują na stabilizację w stosunku do poprzedniego miesiąca, są jednak dużo mniej optymistyczne niż w grudniu 2006 roku. Nieco ponad 50% respondentów spodziewa się w okresie najbliższych 12 miesięcy podobnie dynamicznego wzrostu cen, zaś wyższego – ok. 24%. Wolniejszego wzrostu oczekuje 17% badanych, zerowej inflacji – 4,5%, zaś spadku cen – jedynie 0,7%. Średnia oczekiwana inflacja w najbliższym roku ukształtuje się – zdaniem respondentów – na poziomie 1,7% (na poziomie o 0,3 pp wyższym niż we wcześniejszym badaniu).

Cena ropy – na poziomie około 67 dolarów za baryłkę – jest o około 12% wyższa niż przed miesiącem. Tym niemniej rynek spodziewa się spadku cen, jako że cena na rynkach terminowych z dostawą za trzy miesiące jest niższa od ceny *spot* o około 3 dolary.

Na podstawie powyższych danych *Gabinet Cieni Rady Polityki Pieniężnej* zdecydował o podniesieniu stóp procentowych o 25 punktów bazowych. Swoją decyzję uzasadniamy wysokim wzrostem wynagrodzeń, rosnącą inflacją oraz prognozami bardzo wysokiego tempa wzrostu PKB.

Rada zapoznała się ze wstępnymi wynikami prognoz *Sekcji ds. Modelowania i Prognozowania* dotyczących polskiej gospodarki w 2007 roku oraz projekcją inflacji.

Bilans ryzyk dla inflacji

Czynniki proinflacyjne	*Czynniki antyinflacyjne*
❑ szybki wzrost podaży pieniądza; ❑ rozwój akcji kredytowej banków; ❑ wysoki wzrost płac; ❑ wzrost cen nośników energii; ❑ silny wzrost gospodarczy.	❑ silny kurs złotego; ❑ bardzo dobra sytuacja w sektorze finansów publicznych.

Członkami *Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej* w kwietniu 2007 roku byli[9]:

- dr Cezary Wójcik – Opiekun Naukowy SKN Finansów Międzynarodowych
- Tomasz Wersocki – Sektor finansów publicznych (kierownik projektu)
- Piotr Szczepański – Sektor finansów publicznych
- Joanna Jarosz – Sektor realny
- Izabela Żukowska – Sektor realny
- Karolina Filipek – Sektor monetarny
- Tomasz Wałkuski – Sektor monetarny
- Joanna Pluta – Sektor zagraniczny
- Kamil Kryński – Sektor zagraniczny
- Krzysztof Gołębiowski – Sektor rynków finansowych
- Bartosz Strojek – Sektor rynków finansowych

[9] Kontakt z Członkami *Gabinetu Cieni RPP* możliwy za pośrednictwem adresu e-mail Koła: sknfm@sgh.waw.pl.

red. Tomasz Wersocki*

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej w dniu 24 kwietnia 2007 r.

Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie:

- stopa referencyjna 4,25% w skali rocznej;
- stopa lombardowa 5,75% w skali rocznej;
- stopa depozytowa 2,75% w skali rocznej;
- stopa redyskonta weksli 4,50% w skali rocznej.

Od ostatniego posiedzenia *Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej* Bank Rezerwy Federalnej postanowił utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Przyczyną takiego postępowania był wzrost gospodarczy, którego tempo wyniosło w I kwartale 2007 roku 1,3% i było aż o 0,5 pp niższe od prognozowanego. Dodatkowo nastąpił nieznaczny wzrost bezrobocia (o 0,1 pp), a sprzedaż detaliczna spadła o 0,2%. Z drugiej strony, wzrosła wartość podstawowych wskaźników koniunktury, indeksu ISM[1], obrazującego aktywność amerykańskiego rynku wytwórczego oraz wskaźnika zamówień fabrycznych. Nastroje konsumenckie w Stanach Zjednoczonych są lepsze niż przewidywano.

W państwach Europy Środkowej nadal obserwujemy dobrą koniunkturę. Czechy i Słowacja odnotowały dwucyfrowy wzrost produkcji przemysłowej oraz znaczny spadek bezrobocia w kwietniu 2007 roku (średnio o 0,5 pp). W państwach tych inflacja oscyluje wokół poziomu 2,6%[2]. Bank Narodowy Słowacji obniżył w kwietniu podstawową stopę procentową do 4,25%, co powinno przyspieszyć tempo wzrostu gospodarczego w II kwartale 2007 roku. Prognozowany wzrost za I kwartał 2007 roku wynosi 8,9%. Węgry w dalszym ciągu borykają się z problemami gospodarczymi. Poziom inflacji i stopa bezrobocia są do siebie zbliżone (powyżej 8,5%) i wykazują trend wzrostowy.

Dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w pierwszym kwartale tego roku (podobnie jak w całej Unii Europejskiej) do 3,1 % r/r. Inflacja mierzona CPI[3] nie zmieniła się w kwietniu: w przeciwieństwie do wskaźnika PPI[4], którego wartość znacznie wzrosła w marcu – do 2,6%. Jeśli ta tendencja się utrzyma, będzie ona argumentem za podwyżką stóp. Szybszy wzrost cen w przemyśle można przypisać dynamice produkcji przemysłowej, która utrzymuje się na wysokim poziomie oraz zamówieniom w przemyśle, które w kwietniu wzrosły o 8% r/r. Ożywienie w przemyśle jest najprawdopodobniej spowodowane nadchodzącym sezonem letnim, co potwierdzają rosnące wskaźniki nastrojów w Europie.

Według Ministerstwa Gospodarki wzrost PKB w I kwartale 2007 roku wyniósł 7,0% wobec 6,7% w IV kwartale 2006 roku. Dodatkowo, według wstępnych informacji GUS, produkcja sprzedana przemysłu[5] po wyeliminowaniu wpływu zmian cen była o 12,4% wyższa niż w kwietniu ubiegłego roku, jednak w stosunku do marca bieżącego roku była niższa o 8,7%. Produkcja budowlano-

---

* Tomasz Wersocki – student IV roku Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Zainteresowania naukowe koncentrują się wokół zagadnień z zakresu polityki makroekonomicznej oraz kryzysów bankowych. Kontakt do Autora w Stopce redakcyjnej.
[1] Institute for Supply Management.
[2] Inflacja na Słowacji wyniosła w kwietniu 2,7% r/r, a w Czechach 2,5% r/r.
[3] Consumer Price Index
[4] Producer Price Index
[5] W przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób

montażowa[6] (w cenach stałych) była w kwietniu bieżącego roku wyższa o 36,7% niż przed rokiem i o 10,5% w porównaniu z marcem bieżącego roku. Powyższe dane dotyczące produkcji przemysłowej z kwietnia bieżącego roku wskazują, że wzrost PKB w II kwartale będzie niższy niż w poprzednim.

W marcu 2007 roku doszło do spadku liczby bezrobotnych oraz stopy bezrobocia. Na koniec kwietnia stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 13,7%. Jest to mniej niż przed miesiącem (14,4%), a także w analogicznym okresie ubiegłego roku (17,2%). Dobrą sytuację na rynku pracy potwierdza stały wzrost liczby ofert pracy zgłaszanych do urzędów pracy. Wielkość zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu 2007 roku wyniosła ok. 5,1 mln osób, tj. o 0,3% więcej niż przed miesiącem oraz o 4,4% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw bez wypłat nagród z zysku wyniosło w kwietniu 2007 roku 2783,4 zł, czyli o 2,2% mniej niż przed miesiącem oraz o 8,4% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Największym spośród związanych z rynkiem pracy zagrożeniem dla wzrostu inflacji jest potencjalne wystąpienie efektu Harroda-Balassy-Samuelsona. Wraz z dynamicznym nadrabianiem różnicy w wydajności pracy w sektorze dóbr wymiennych w stosunku do krajów wysokorozwiniętych pojawia się presja na wzrost płac nie tylko w sektorze dóbr wymiennych, ale także w sektorze dóbr niewymiennych, co nie jest jednak związane z odpowiednim wzrostem wydajności w tym sektorze. W ten sposób rośnie stopa inflacji typu kosztowego. Inflacja na zwiększonym poziomie może utrzymywać się stale w krajach intensywnie rozwijających się, takich jak Polska.

Po ostatniej podwyżce stóp procentowych, na rynku terminowych stóp procentowych osłabły oczekiwania ich ponownego wzrostu. Oczekuje się podwyżki o 25 pb w ciągu 3 miesięcy (najsilniej w ostatnim miesiącu tego okresu) i o 50 pb w ciągu 9 miesięcy. W rezultacie tej samej decyzji, oprocentowanie kredytów i depozytów na rynku międzybankowym (mierzone wg stawek uśrednionych WIBOR/WIBID 3M) wzrosło od ostatniego posiedzenia *GC RPP* o 10 pb.

W porównaniu z poprzednim miesiącem, między posiedzeniami *GC RPP* notowania głównych indeksów są w powolnym trendzie wzrostowym. Wszystkie pobiły swoje nowe rekordy, ale wzrosty nie są już tak imponujące jak w poprzednim okresie obserwacji, a obroty są nieco mniejsze. W Europie dobre wyniki zanotowały giełdy w Niemczech i Wielkiej Brytanii. W Stanach Zjednoczonych również powróciły optymistyczne nastroje, co przełożyło się na wzrost głównych indeksów (*Dow Jones* o 4,4%). Najlepsze wyniki zanotowała giełda chińska (wzrost 10,48% m/m). Specjaliści (Alan Greenspan) uważają, że chińskie papiery wartościowe są mocno przewartościowane i ostrzegają przed dramatycznym krachem, który może się mocno odbić na reszcie świata.

Od początku 2005 roku utrzymuje się bardzo wysokie tempo wzrostu kredytów na nieruchomości w sektorze gospodarstw domowych (wzrost o 57,2% r/r w marcu). Najważniejszymi tego przyczynami są: wzrost cen na rynku mieszkaniowym oraz optymistyczna ocena przyszłej sytuacji gospodarczej przez banki, które łagodzą warunki przyznawania kredytów. Wzrost kredytów dla przedsiębiorstw jest nadal znaczny (o 17,2% r/r w marcu). Jest on bardziej wyraźny w przypadku kredytów długoterminowych niż krótkoterminowych. Obserwowane zjawisko, przy dużych środkach własnych przedsiębiorstw związanych z bardzo dobrymi wynikami

[6] Obejmująca roboty o charakterze inwestycyjnym i remontowym, zrealizowana na terenie kraju przez przedsiębiorstwa budowlane o liczbie pracujących powyżej 9 osób.

finansowymi, zapowiadać może utrwalenie wysokiej dynamiki inwestycji, co może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej w przyszłości.

Marcowa struktura oszczędności potwierdza kontynuację stabilnej tendencji panującej w tym zakresie od dłuższego czasu. Odnotowany został spadek udziału w ogólnej masie oszczędności depozytów złotowych i walutowych. Nieznacznie spadło także znaczenie gotówki w obiegu, znajdującej się poza kasami banków. Swój udział w rynku zwiększyły natomiast fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne[7] oraz inwestycje w akcje. I kwartał potwierdził, że wciąż poszukujemy bardziej efektywnych form lokowania środków. Bogacenie się społeczeństwa zapowiada utrzymanie tej tendencji.

Zgodnie z zapowiedziami przedstawicieli Ministerstwa Finansów wykonanie budżetu w miesiącu kwietniu było bardzo dobre. W okresie od stycznia do kwietnia 2007 roku pozyskano o 4,75 mld złotych więcej niż planowano. Przyczyną były wysokie dochody podatkowe, które są wynikiem bardzo dobrej sytuacji gospodarczej Polski i wyższych niż zakładano w ustawie budżetowej wskaźników ekonomicznych. Sytuacje dodatkowo poprawiają niższe niż planowano wydatki, aż o 1 mld złotych. W rezultacie powyższych danych poziom deficytu budżetu państwa spadł do 2 mld zł, czyli 6,9% planu. Wykonanie deficytu jest aż o 18,8 pp niższe niż w harmonogramie wykonania budżetu na rok 2007. Powyższe informacje wskazują na bardzo niski deficyt budżetowy w 2007 roku i spadek potrzeb pożyczkowych budżetu. Jednym z predykatorów takiej sytuacji może być odwołanie jednego z majowych przetargów bonów skarbowych. Niepokojące są jednak informacje płynące z Rady Ministrów o możliwości rozdysponowania nadmiernych dochodów na wydatki społeczne lub podwyżki dla nauczycieli i lekarzy.

Kwiecień był kolejnym miesiącem, w którym odnotowano szybki wzrost podaży pieniądza. Wartość agregatu M3 przyrosła o 1,2 pp w stosunku do marca tego roku i była większa o 17,8% niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Za wzrost podaży pieniądza w kwietniu, podobnie jak w poprzednich miesiącach, w największej mierze odpowiedzialny był wzrost wartości kredytów udzielonych sektorowi gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstwom. Mimo, iż szybkie tempo wzrostu ilości pieniądza w obiegu stwarza zagrożenie narastania presji inflacyjnej w przyszłości, to jednak gospodarka Polski znajduje się w fazie silnego ożywienia, co częściowo neutralizuje ten efekt.

Wartość polskiego eksportu w marcu 2007 roku wyniosła 9,22 mld euro i była wyższa w stosunku do lutego o 17,7% oraz wyższa o 15,7% niż przed rokiem. Jeszcze wyższą dynamiką charakteryzował się import (wzrósł o 22,6% i 21,6% odpowiednio), co m.in. wpłynęło na negatywną wartość rachunku obrotów bieżących. Wartość zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce wyniosła w marcu 657 mln euro, co jednak nie uchroniło przed odnotowaniem deficytu na rachunku obrotów kapitałowych, spowodowanego w dużym stopniu sprzedażą polskich dłużnych papierów wartościowych przez nierezydentów.

Wartość złotego pozostawała stabilna na przestrzeni ostatniego miesiąca, nieznacznie osłabiając się w stosunku do głównych walut. Nie ma również wyraźnych sygnałów do utraty wartości przez polską walutę w niedalekiej przyszłości, a tym samym zagrożenia wzrostu cen towarów importowanych. Czynniki fundamentalne kształtujące kurs złotego wciąż wskazują na prawdopodobieństwo utrzymania jego wartości w perspektywie krótkookresowej.

Kwietniowy wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się w stosunku do relatywnie wysokiego marcowego odczytu o 0,2 pp, osiągając poziom 2,3%. Wartość ta jest o kilka dziesiątych

[7] Należy pamiętać, że w chwili obecnej fundusze emerytalne jedynie pozyskują nowe środki, co powoduje, że z kwartału na kwartał zyskują na znaczeniu. Gdy rozpocznie się wypłata emerytur z II filara, ich udział w oszczędnościach będzie miał zdecydowanie stabilny charakter.

punktu procentowego wyższa od projekcji centralnej NBP. Tym niemniej nadal utrzymuje się dość wysoka dynamika w ujęciu miesięcznym – w stosunku do marca ceny wzrosły o 0,5%, a od początku roku – o 1,6%. O 0,2 pp w stosunku do marca zmniejszyła się również inflacja netto[8] (kwietniowy odczyt to 1,5%). Do inflacjogennej już od kilku miesięcy grupy czynników podażowych dołączyły również usługi, co związane jest z wysoką dynamiką popytu konsumpcyjnego, rosnącą presją płacową i niedostatecznym wzrostem wydajności w sektorze usług.

Wskaźnik cen PPI ukształtował się w kwietniu w ujęciu rocznym na poziomie 2,3% – o 1 pp niższym niż przed miesiącem. Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku cen produkcji budowlano-montażowej, które również w ciągu miesiąca wzrosły o 1 pp do poziomu 7,5%. Największa zwyżka cen miała już tradycyjnie miejsce w górnictwie (o 5,6% r/r oraz o 6,3% od początku roku). W przetwórstwie przemysłowym ceny wzrosły w skali roku o 1,9%, zaś w zakresie wytwarzania i zaopatrywania w wodę, gaz i energię elektryczną – o 3,5%.

Obecnie największe zagrożenie dla stabilności poziomu cen stanowią potencjalne negatywne szoki podażowe – wzrost cen żywności (co wydaje się prawdopodobne ze względu na bardzo niekorzystne warunki wegetacji roślin w kwietniu i na początku maja) oraz surowców (których zwyżki cenowe łagodzone są jednak przez relatywnie wysoki kurs złotego). Cena ropy (obecnie 70 dolarów za baryłkę) na rynkach będzie prawdopodobnie rosnąć ze względu na sezonowy wzrost popytu związany z okresem wzmożonych wyjazdów wakacyjnych w Stanach Zjednoczonych. Na ceny paliw w Polsce w najbliższym czasie wpływ może mieć zmiana przepisów zwiększająca obowiązkowe zapasy rafinerii, przez co wymuszająca na nich dodatkowe inwestycje. Czynnikiem inflacjogennym jest również silna presja płacowa, skutkująca niebezpiecznie wysokim wzrostem jednostkowych kosztów pracy w stosunku do wzrostu wydajności.

Marcowy odczyt z badania oczekiwań inflacyjnych nie wskazuje na zmiany ich struktury w stosunku do poprzedniego miesiąca. W kwietniu oczekiwana przez respondentów średnia inflacja w najbliższym roku wyniosła 1,8%, czyli o 1 pp więcej niż przed miesiącem, co stanowi wartość najwyższą od niemal dwóch lat[9].

Gabinet Cieni Rady Polityki Pieniężnej postanowił utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Uważamy, ze obecnie nie ma wystarczających przesłanek do zmiany poziomu stóp procentowych w Polsce. Dostrzegamy zagrożenia dla poziomu cen w średnim okresie, co może skutkować podniesieniem stóp na jednym z kolejnych posiedzeń Rady.

Członkami *Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej* w kwietniu 2007 roku byli[10]:

- dr Cezary Wójcik – Opiekun Naukowy SKN Finansów Międzynarodowych
- Tomasz Wersocki – Sektor finansów publicznych (kierownik projektu)
- Piotr Szczepański – Sektor finansów publicznych
- Joanna Jarosz – Sektor realny
- Izabela Żukowska – Sektor realny
- Karolina Filipek – Sektor monetarny
- Tomasz Wałkuski – Sektor monetarny
- Joanna Pluta – Sektor zagraniczny
- Kamil Kryński – Sektor zagraniczny
- Krzysztof Gołębiowski – Sektor rynków finansowych
- Bartosz Strojek – Sektor rynków finansowych

[8] Inflacja nieuwzględniająca zmian cen żywności i paliw.
[9] Badanie zostało przeprowadzone jeszcze przed opublikowaniem danych dotyczących wysokiego poziomu wskaźnika w marcu.
[10] Kontakt z Członkami *Gabinetu Cieni RPP* możliwy za pośrednictwem adresu e-mail Koła: sknfm@sgh.waw.pl.

Anna Dąbrowska[*]
Christian Hauser[**]

Offering price clusters and underpricing in the US primary market - discussion of the article and importance from the Austrian point of view

The aim of this paper is to critically assess the article *Offering price clusters and underpricing in the US primary market* of Kevin Chiang and Harikumar Sankaran[1] and to discuss the importance of their study from the Austrian point of view.

1. Review of literature

The authors of the article are Kevin C.H. Chiang from *Business Administration Department* on the University of Alaska and Harikumar Sankaran[2] from the *Finance Department* at New Mexico State University. Both authors have previously published articles about capital markets.

"Applied Financial Economics", the journal in which the article of Chiang and Harikumar has been published, is issued by Routledge in the United Kingdom and belongs to the Taylor and Francis Group. It is one of the leading journals and it sees its aim as a *"forum for applied research of financial markets"*[3]. The editors of "Applied Financial Economics" come from leading American and European universities.

There is little academic literature directly dealing with the phenomenon of price clusters observable on the primary market for securities and its relation to underpricing. Chiang and Harikumar note only one research study carried out describing the phenomenon, namely Kendal et al. (2001)[4], which shows evidence of price clustering on the Israeli primary market.

Due to the similarities in strategic nature of primary and secondary markets *"the prevailing hypotheses developed for the secondary market are considered as viable candidates for"*[5] the primary market. Price clustering on the secondary market has been studied by Harris (1991), who suggests the negotiation hypotheses to explain clustering, and by Dutta and Madhavan (1997), who developed the implicit collusion hypothesis.

More attention has been dedicated to deliberate underpricing during IPOs[6]. Baron (1982), Benveniste and Spindt (1989), Rock (1986), Beatty and Ritter (1986), Allen and Faulhaber (1989), Grinblatt and Hwang (1989), and Welch (1989) feature information asymmetry as the main reason

[*] Anna Dąbrowska – 4th year student at the Warsaw School of Economics. Her personal interests focus on investment and corporate finance. Contact to the Author in the Editor's section.
[**] Christian Hauser – 4th year student at the Johannes Kepler University in Linz. His personal interests focus on capital markets. Contact to the Author in the Editor's section.
[1] Chiang K., Harikumar T., *Offering price clusters and underpricing in the US primary market*, "Applied Financial Economics", 2004, pp. 809-822.
[2] *"I use my pen name T. Harikumar on all published work to keep citations count easy. That used to be my name prior to my USA citizenship in 1996."*, an email from prof. Sankaran.
[3] Taylor and Francis Group, www.tandf.co.uk/journals/journal.asp?issn=0960-3107andlinktype=1, cited on 2007-05-05.
[4] In case of lack of reference to the studies mentioned in this section, please refer directly to the article Chiang K., Harikumar T., *Offering price clusters and underpricing in the US primary market*, "Applied Financial Economics", 2004.
[5] Chiang K., Harikumar T., *op. cit.*, 2004, p. 810.
[6] Initial Public Offering.

for underpricing. Ibbotson (1975) and Tinic (1988) highlight lawsuit avoidance of issuers, while Booth and Chua (1996) attribute underpricing to issuers' incentive to promote ownership dispersion. Hanley et al. (1993) and Ruud (1993) feature underwriters' price support, whereas Aggarwal and Rivoli (1990), and Shiller (1990) argue that short-term run-up may be caused by speculative short-term bubbles which exist in the IPO aftermarket. Nevertheless, all studies listed above assume that the shape of IPO offering prices distribution should uniformly respond to the shape of the distribution of the IPO intrinsic value. Therefore, it may be stated that existing literature on deliberate underpricing and short-term run-up imply that no price clustering should be observed.

2. Summary of the article

The article in question examines the nature of price clusters in the US IPO market and their relation with underpricing. The whole study is based on an assumption that, as a consequence of clustering, prices of securities tend to deviate from their intrinsic values. There exists very little academic literature on price clusters in the primary market. The data used in this study is a sample of 1526 IPOs issued during the period 1975-84 on NASDAQ.

Research has illustrated that whole-prices are much more popular in the IPO market than in the secondary market. According to the negotiation hypothesis, there is a direct correlation between the price of an IPO and the probability of price clustering: the higher the price of an IPO, the higher the probability of price clustering. However, the findings of the study are inconsistent with the theory. Additionally, we can observe a puzzling regularity in clustering – IPO prices dominantly cluster at values ending with zeros and fives, whereas whole fours and nines are lacking. The analysis of distributions of the study sample, along with whole-priced and fractional-priced sub-samples, reveals that spikes at zeros and fives do not represent intrinsic values of IPOs.

The study shows that pricing of IPOs at fractional values causes less underpricing than pricing at whole values. Pricing of IPOs at fractional values is more accurate, closer to the aftermarket prices and, as a result, the price uncertainty and market inefficiency are smaller. The authors investigate also the reasons for clustering. It is found that the determinants of clustering at whole values are: reputation of underwriters (positive influence – the more reputable the underwriter the more frequent whole prices are), age of the issuing firm (positive influence) and its size (negative influence).

The authors of the study documented the existence of price clustering on the US IPO market, analysed and described the attributes and causes of these clusters. They noticed that there is a need for further investigation. The core question still remains unanswered: why is pricing at whole zeros and fives more frequent than at other values?

3. Distinctiveness of the study

What makes this study especially interesting is its main point, namely the existence of clustering. This is the first such a wide study of this phenomenon. The findings of Chiang and Harikumar that offering prices in the IPO market do cluster[7], cannot be explained by the existing hypotheses. The further result is that whole-priced IPOs are underpriced more in comparison to fractional-priced IPOs.

[7] Clustering means that some values arise more frequently than expected. Cluster is a statistically significant subset in a statistical sample.

It has been assumed that in order to reflect the intrinsic values of the IPOs, the distribution of IPO offering prices should be smooth. The authors found out that this is not the case. The share of the whole-priced IPOs in the sample is overwhelming: the sample consists of 1526 IPOs, 1057 of them (69.3%) are whole-priced and only 469 (30.7%) are fractional-priced. It can be concluded that IPOs offering prices cluster at whole values. What is even more remarkable is that several peaks of clustered values exist within the sub-sample of whole-priced IPOs – at whole fives and zeros.

In order to investigate the aftermarket reactions to the price clustering in the IPO market, a statistic testing process called *bootstrap testing* has been conducted. The test checks whether the distribution of IPO prices at the end of the first day of trading may truly reflect the unknown distribution of intrinsic values of those IPOs[8]. In other words, it evaluates the compatibility of those distributions. The test has shown that distributions of the full sample and the sub-sample of whole-priced IPOs are not compatible with the unknown distributions of intrinsic values[9] and that the distribution of the sub-sample of fractional-priced IPOs may be compatible with the unknown distribution of intrinsic values of those IPOs[10].

Underpricing[11] means that the offering price of an IPO is lower than the IPOs' offering price after the first day of trading. This means that the investor has made a good deal by buying the security: the investor has made a profit from the rapid increase of the stock's price. As a result, the buyers of IPOs profit, whereas the issuer may feel that the issuance was below its intrinsic value and did not maximise the potential capital inflow. However, the investment bank is ambivalent about the returns. The bankers are satisfied about the good sale of the security because they have eliminated the risk of underwriting (the investment bank overtakes the risk of selling the stocks) and bolstered their reputation in the market for successful IPOs. In contrast, their earnings are lower because of the lower offering price[12].

The connection between clustering and underpricinig is discussed in detail further on. Average initial returns of whole-priced IPOs equal 16.2%, whereas those of fractional priced IPOs equal 9.98%. That makes a difference of 6.22 percentage points (over 60%). This shows that underpricing of whole-priced sub-sample is much bigger than fractional-priced sub-sample. The authors examine the relation between pricing of IPOs at whole values with their underpricing using a multivariate OLS[13] regression. OLS testing results show that clustering is a statistically significant factor that positively influences initial returns[14].

[8] A statistical test with a null-hypothesis cannot end with a conclusion that the hypothesis is accepted: it can only end with either "hypothesis is rejected" or "hypothesis cannot be rejected".
[9] The null-hypotheses of no difference between those distributions are rejected at 1% and 5% levels of significance.
[10] The null-hypothesis of no difference between those distributions cannot be rejected at the 1% and 5% levels of significance.
[11] $$\text{Underpricing} = \frac{\text{Offering price after the first day's trading} - \text{Offering price}}{\text{Offering price}}$$

[12] Döhrmann A., *Underpricing oder Fair Value*, Band 4, Wiesbaden 1990, p. 29.
[13] Ordinary Least Squares.
[14] Chiang K., Harikumar T., *op. cit.*, 2004, p. 817.

4. Critical assessment of the article

4.1. Formal Side and Argumentation

The paper is generally easy to follow and written in a scientific, yet understandable, style. The research methods used in this study, both the *bootstrapping procedure* and the OLS regression method, are appropriate. The argumentation is logical and typical for an academic analysis.

However, there are moments of unclear reasoning. For example, within the analysis of whole and fractional prices in the IPO market, a conclusion is drawn and a following implication depicted: *"a $4 IPO may be easier to round to $5 than a $4.75 IPO"*[15]. Another unclear part is in the *Market Correction* section. The reader may get an impression that the filling of dents at fours and nines is caused by the equalisation of the spikes at adjacent levels, which is in fact caused by underpricing. Later on in the article this issue is clarified.

Another confusing part is as follows: *"After controlling for the size of proceeds, underwriter reputation, offering price (low priced effect), firm age, firm size, offering as a fraction of shares to be outstanding (adverse selection), and the exogenous market condition (hot versus cold market), wholepriced IPOs are shown to produce higher initial returns (more underpricing) than fractional-priced IPOs."*[16] This fragment does not seem to result from the findings presented in the section *The effects of whole price clustering on initial returns*.

Unfortunately, several grammar mistakes occur17. The text lacks also some references, e.g. to the article about clusters on Israeli primary market by Kandel et al. (2001). The numbering of individual sections is confused. Sections "Data" and "Market correction and…" are both numbered with III. As a result the reader faces following sequence: I, II, III, IV, III, V, VI, VII, and VIII. This causes difficulties with referring to the text. Formal malfunctions give the reader the impression that the argumentation is superficial and the paper is unreliable.

4.2. Data selection

When analysing the Chiang and Harikumar paper, we have very much concentrated on the data. Specifically, we have focused on two questions:

- whether the data has been selected appropriately,
- whether the sample is representative for the whole population of IPOs on the American market from the given period.

The data for this study has been provided by Jay R. Ritter. This is the same sample of IPOs as Ritter used for his study *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*. The data gathered by Ritter was originally comprised of 2,476 IPOs issued between 1975-1984; in the end it fell to 1526. Additionally, neither Ritter nor Chiang and Harikumar have mentioned what has happened to the IPOs with prices higher than $35. The sample ends at this value.

In order for the data to be useful in a long-run analysis, Ritter had to exclude from the initial sample some IPOs. However, Chiang and Harikumar examine the reasons for pricing and the correlation of underpricing and clusters on the very beginning of the new issue's listing. Price is set before it is known how much money will be collected. Thus, Ritter's assumption number 4, *"the company is*

[15] Chiang K., Harikumar T., *op. cit.*, 2004, p. 815.
[16] Chiang K., Harikumar T., *op. cit.*, 2004, p. 818.
[17] For example: "*One the other hand, the initial performance of fractional-priced IPOs seems to be more orderly and stable. (...) Visually, there does not seem to be any significant difference between Fig. 4 and Fig. 7."* (see: Chiang K., Harikumar T., *op. cit.*, 2004, p. 816) or *„Thus, it is plausible that whole price clusters form in the presence of price uncertainty and is deliberately chosen by reputable underwriters."* (see: Chiang K., Harikumar T., *op. cit.*, 2004, p. 820).

listed on the CRSP daily Amex-NYSE or NASDAQ tapes within 6 months of the offer date"[18], should be abandoned in the first place. After controlling for all the assumptions, the IPOs included in the analysis amount to 1526. This action gives a decrease of the sample by almost 40%. Some of the other assumptions may be reasonably explained, so the actual difference of sizes between the sample taken for this study and a sample which we suggest would not be so massive.

The period from which the data for the study is based is relatively bygone. Chiang and Harikumar mention the risk that the alternative data sources may contain data errors. Although a newly gathered data set might be contaminated, in order to support the findings of the study and make it more up to date, an analysis of another dataset would be advisable. Additionally, years 1975-1984 constitute a period with very few IPO issuances, and the IPOs are relatively low priced. *"Previous studies suggest that a sample of IPOs in hot market may perform differently from the one in cold market."*[19]. Therefore, we believe that it would be worth trying to examine a period with a large number of new issuances. If a more recent period was chosen, including a larger number of IPO events, the high pricing disadvantage might be made up by the advantage of a much larger sample set to statistically corroborate the findings.

4.3. Suggestions

There is an area which we think deserves further investigation and has not been mentioned by Chiang and Harikumar, namely pricing as a marketing tool. *"Buying and selling securities that are well graded, uniform, and that trade in well functioning securities markets with relatively large volumes incurs almost no marketing costs."*[20] The deliberate use of pricing as a tool when marketing securities has not been mentioned at all. Promoting broad initial ownership is one of the assumptive reasons for underpricing (mentioned in literature overview), yet clustering may also be a result of using price as a tool for boosting the demand. No study of private investors' reactions to different ways of pricing (whole- or fractional-priced IPOs) has been carried out or even suggested. Various studies show that in the retail commodity market *way of pricing* may influence customers' purchase vulnerability and price-clustering is a common practice in those markets[21].

We would also suggest a more comprehensive discussion. Some statements included in this part of the article are not obvious and do not result from the study, and need some more comment. This concerns the referrals to other authors' studies, especially when those results are contradictory with those of Chiang and Harikumar as well.

4.4. General remarks

Chiang and Harikumar focus on offering price clusters in the US primary market and the relation of this phenomenon to underpricing. We admit that the authors have accomplished this task in a satisfactory way. The study obtained interesting results, although the discussion is limited to underpricing due to deliberate pricing under the intrinsic value of an IPO. This approach gives the impression that the study assumes the existence of an explicit collusion among dealers.

[18] Ritter J. R., *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*, "Journal of Finance", 1991, pp. 3-27, p. 6.
[19] Chiang K., Harikumar T., *op. cit.*, 2004, p. 817.
[20] Ross S.A., *Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation*, "Journal of Finance", 1989, pp. 541-556, p. 549.
[21] Dickson P.A., Sawyer A.G., *The Price knowledge and search of supermarket shoppers*, "Journal of Marketing", 1990, p. 42.

5. Importance of the study from the Austrian point of view

5.1. Setting the price

For an Austrian IPO to be successful, it is important for the issuer to find the right offering price because the amount of the capital gathered from a new issue depends on the sales of stocks. Because investors and issuers have different goals, appropriate pricing for an IPO is a delicate balancing act for the investment banks. The investors would like a low offering price to achieve the highest possible rate of return. In contrast, the issuer would like an offering price at a highest possible level to maximise the capital gathered through the IPO. The investment bank acts as an intermediary in the process of finding the optimal offering price. There exist three basic different pricing methods: pure auction, fixed price method, and book-building[22]. Since book-building has been chosen in the European and Austrian markets most frequently in the recent years, we will focus our analysis on this method.

In the book-building method, the investment bank offers the issuer's stock at a range of prices[23]. The investors have the possibility of bidding prior to the actual offering price having been set and stock allocation to investors having occurred. In principle, all investors – institutional and private – have the opportunity to participate in the book-building process. The investors will then be ranked and filed according to the levels of their bids, which then becomes the basis for fixing the offering price and continuing the stock allocation. In this process of price setting, the proceeds of the issuer will be optimised. The primary advantage of this method is that the offering price is set according to the demand[24].

5.2. Example: Austria

It is not easy to say whether the findings of the article of Chiang and Harikumar are applicable on the Austrian stock market. The main problem is that the American and Austrian stock markets are hardly comparable because of the significant size differences both in market capitalisation and in annual number of IPOs. Despite this fact, we have tried to carry out a comparable study on the Austrian IPO market.

In the period between 2000 and 2007 there have been 26 IPOs on the primary market of the Austrian stock exchange (*Wiener Börse*)[25]. We have eliminated six companies from our analysis because they represented anomalous events. Five of those IPOs[26] did not have a fix offering price because either they were previously listed on another stock exchange and then moved to the Austrian exchange, or the company was a spin-off or divestiture of an existing firm. As a result, the investors bought stocks at the market price[27]. In the case of the sixth firm – *JoWooD Productions Software AG* – the offering price equaled €16 and rose to €84 by the end of the first day of trading[28]. This equates to an underpricing of 525% and is a significant statistical outlayer. In order to get unbiased results, we have eliminated this company from the further analysis.

Of the remaining 20 IPO events, 10 are IPOs with fractional offering prices and 10 are with whole offering prices. To calculate the underpricing percentage, we took the offering price at IPO and the offering price after the first day of trading for each company. We then averaged the

---

[22] Volk G., *Going Public*, 3. Auflage, Stuttgart 2000, p. 269.
[23] Harrer H., Heidemann D., *Der Gang an die Börse*, Düsseldorf 2001, p. 230.
[24] Volk G., *op. cit.*, p. 271.
[25] *Wiener Börse*, http://www.wienerborse.at/listing/aktien/newlistings/index.html, cited on 2007-04-02.
[26] *Pankl Racing Systems AG*, *Christ Water Technology AG*, *Eybl International AG*, *SandT System Integration and Technology Distribution AG* and *Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment AG*.
[27] Information that come from various investigations made among those companies, mainly by telephone.
[28] Wiener Börse, http://www.wienerborse.at/listing/aktien/newlistings/JoWooD_Productions_Software_AG.html, cited on 2007-04-02.

individual data sets and calculated the underpricing of whole-priced and fractional-priced IPOs, in general.

This analysis yielded the following findings:
- whole-priced IPOs: the underpricing of the whole-priced IPOs equaled an average 4.06% of the offering priceł
- fractional-priced IPOs: fractional-priced IPOs had an overpricing of 0.66%.

This overpricing for the fractional-priced IPOs means that the offering price after the first day's trading is lower than the offering price. This result confirms the results of the Chiang and Harikumar study where the initial returns for whole-priced IPOs equals 16.20% and for fractional-priced IPOs 9.98%, which means that they significantly differ. In general, the data indicates that the whole-priced IPOs are more underpriced than the fractional-priced ones[29]. However, the results of our study, based only on 20 companies in the Austrian market, are statistically challenged due to the limited sample size and may be invalid for the market in other periods.

6. References

1. Chiang K, Harikumar T., *Offering price clusters and underpricing in the US primary market*, "Applied Financial Economics", 2004, pp. 809-822;
2. Dickson P.A., Sawyer A.G., *The Price knowledge and search of supermarket shoppers*, "Journal of Marketing", 1990, pp. 42-53;
3. Döhrmann A., *Underpricing oder Fair Value*, Band 4, Wiesbaden 1990;
4. Fong C., Reber B., *Explaining mispricing of initial public offerings in Singapore*, "Applied Financial Economics", 2006, pp. 1339-1353;
5. Harrer H., Heidemann D., *Der Gang an die Börse*, Düsseldorf 2001;
6. Ritter J. R., *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*, "Journal of Finance", 1991, pp. 3-27;
7. Ross S.A., *Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation*, "Journal of Finance", 1989, pp. 541-556;
8. Volk G., *Going Public*, 3. Auflage, Stuttgart 2000;
9. Vong A.P.I, *Rate of subscription and after-market volatility in Hong Kong IPOs*, "Applied Financial Economics", 2006, pp. 1217-1224;

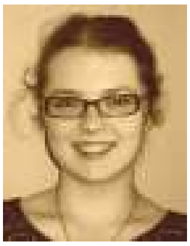
1. http://www.tandf.co.uk – Taylor and Francis Group, 2007
2. http://www.wienerborse.at – Wiener Börse, 2007

[29] Chiang K, Harikumar T., *op. cit.*, p. 815.

Czasopismo opracowane i przygotowane przez Członków **Studenckiego Koła Naukowego Finansów Międzynarodowych** przy Katedrze Finansów Międzynarodowych Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Zespół redakcyjny:

Karolina Filipek – redaktor merytoryczny



Studentka IV roku SGH (*Metody Ilościowe w Ekonomii i Systemy Informacyjne* oraz *Ekonomia*) i II roku Wydziału Filozofii i Socjologii UW (*Socjologia*). Interesuje się ilościowym modelowaniem zjawisk społecznych, w szczególności ekonometrią, teorią gier i badaniami rynku. Biegle posługuje się językiem angielskim i niemieckim. Jest członkiem-założycielem SKN FM, od października 2006 r. w jego Zarządzie. Opiekuje się sekcją analiz i prognoz ekonomicznych. Publikuje artykuły w „SPES" oraz jest redaktorem merytorycznym pisma.

Michał Konopczak – redaktor naczelny



Student IV roku SGH (*Finanse i Rachunkowość* – specjalność Bankowość inwestycyjna oraz *Ekonomia*) oraz II roku Wydziału Historycznego UW (*Historia*), nagrodzony Stypendium Prezesa Rady Ministrow. Interesuje się rynkami finansowymi, inżynierią finansową i historią myśli ekonomicznej. Biegle włada językiem angielskim i niemieckim; uczy się języka rosyjskiego i łaciny. Ukończył praktyki w Banku Przemysłowo-Handlowym (2004), Kredyt Banku (2004), Centrali Banku Pekao SA (2005) oraz BNP Paribas (2006). Zdobywca II miejsca w ogólnopolskim *Konkursie Wiedzy Ekonomicznej „Wiggor"* (dziedzina: *Rynki kapitałowe*). Przewodniczący SKN FM od jego założenia do dziś. Redaktor naczelny „SPES", autor publikowanych tamże artykułów i prac.

Patronat merytoryczny nad tytułem sprawuje Opiekun Naukowy Koła, **dr Cezary Wójcik**

Osoby chętne podzielić się z nami uwagami, komentarzami, a także zainteresowane możliwością publikacji na łamach „SPES", prosimy o kontakt z Redakcją.

Kontakt:

Szkoła Główna Handlowa
Al. Niepodległości 164, gmach „F"
02-554 Warszawa
Katedra Finansów Międzynarodowych z dopiskiem *SKN Finansów Międzynarodowych*
http://www.sgh.waw.pl/sknfm/
e-mail: sknfm@sgh.waw.pl

Nasi Autorzy:

Adam Karbowski – ak31476@sgh.waw.pl
Stanisław Urmański – surmanski@wp.pl; Marcin Szklarzewicz – mszklarzewicz@gmail.com
Kamila Pieczara – kamilapie@gmail.com
Przemysław Niziołek – p_niziolek@yahoo.com
Kaja Pacholczyk – kp31802@sgh.waw.pl
Michał Konopczak – michal.konopczak@ises.edu.pl
Aleksandra Krajewska – o.krajewska@gmail.com
Karolina Filipek – karolina.filipek@ises.edu.pl
Tomasz Wersocki – tomasz.wersocki@gmail.com
Anna Dąbrowska – ad31296@sgh.waw.pl; Christian Hauser – hausal@gmx.at